



Devisenmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Monthly

Geldpolitik im Spannungsfeld globaler Risiken

Das geopolitische Geschehen hat die Aufmerksamkeit der Märkte zurückgewonnen, hat sich doch die Lage im Mittleren Osten durch die Huthi-Offensive am Roten Meer und die Schließung der saudi-arabischen Ost-West-Pipeline weiter zugespitzt. Der Ölpreis (Sorte Brent) bewegt sich wieder über der 100 USD je Barrel - Marke und heizt die ohnehin bestehenden, energiepreisbedingten Inflationsrisiken weltweit an. Unter diesen Vorzeichen überrascht es kaum, dass einige risikosensitive Schwellenländerwährungen erneut unter Druck geraten sind. **Überraschender ist hingegen die Reaktion der „Sicheren Häfen“:** US-Dollar und Schweizer Franken legten zwar moderat zu, konnten jedoch nicht an ihre Kursgewinne früherer Eskalationsphasen anknüpfen. Der Yen wiederum lässt auf breiter Front die Muskeln spielen. Dies dürfte jedoch weniger an klassischen Fluchtbewegungen in den Sicheren Hafen liegen. Vielmehr profitiert der Yen von den ambitionierten Leitzinserhöhungs-erwartungen des Marktes, auch wenn diese unserer Ansicht nach zu weit gelaufen sind.

Dass Dollar und Franken diesmal weniger von der geopolitischen Eskalation profitieren, dürfte vor allem daran liegen, dass die Kursentwicklung der Währungen derzeit zunehmend von den geldpolitischen Antworten auf die gestiegenen Inflationsrisiken beeinflusst wird. Das global niedrige schweizerische Leitzinsniveau von 0% wirkt hierbei wenig verlockend. US-seitig dürfte hingegen das eigentlich positive Signal möglicherweise weiterer Zinserhöhungen teilweise verpuffen, da die jüngst deutlich gestiegenen US-Renditen die finanziellen Bedingungen bereits spürbar straffen. Anders sieht es hingegen in der Eurozone, Tschechien oder Australien aus. Hier dürften die Währungshüter aufgrund des zugenommenen Preisdrucks die Leitzinsen nun auf kurze Sicht, anders als bislang von uns erwartet, noch einmal anheben. Auch in Mexiko ist ein solcher Schritt nicht ausgeschlossen, sollte der Peso im aktuellen Umfeld deutlich unter Abgabedruck geraten. Und zuletzt hinterlassen die aktuellen Entwicklungen auch in der polnischen Geldpolitik ihre Spuren. So ist doch der dortige Notenbankchef zuletzt verbal zurückgerudert und hat seine für September in Aussicht gestellte geldpolitische Lockerung kassiert. Stattdessen stellt er nun ein bis Mitte 2027 unverändert restriktives Leitzinsniveau in Aussicht.

Wenngleich die geldpolitischen Antworten auf die **aktuelle Krise unterschiedlich ausfallen dürften**, so eint die Zentralbanken im aktuellen Umfeld doch der **schwierige geldpolitische Balanceakt** zwischen der Sorge vor einer schwächelnden Wirtschaft einerseits und dem Kampf gegen die krisenbedingt steigende Inflation andererseits.

Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 6082

WÄHRUNGEN

monatlich
Fertiggestellt:
18.9.2026 11:12 Uhr

INHALT

G10 WÄHRUNGEN	2
Eurozone: Gegenwind für den Euro hält an	2
USA: Kurzfristige Dollar-Stärke, längerfristige Belastungsfaktoren	3
Japan: Geldpolitik bleibt auch nach Zinsschritt akkommodierend	5
Großbritannien: Bank of England zieht geldpolitisch nach	6
Schweiz: Politische Weichenstellung und SNB-Sitzung	7
Australien & Neuseeland: Notenbanken bleiben auf Straßungskurs	8
Kanada: Eine Zinserhöhung durch die BoC wird immer wahrscheinlicher	10
Skandinavien: Regierungsbildung in Schweden – Norwegen vor erneuter Leitzinsanhebung	12
SCHWELLENLÄNDER	14
Osteuropa: Geldpolitisches Bollwerk gegen globale Risiken	14
Türkei & Südafrika: Geldpolitik schaut auch in die Welt	16
China: Hochkarätiges Gipfeltreffen vor Goldener Woche	18
Brasilien & Mexiko: Überraschend moderate Inflationszahlen	19
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK	21
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK	24
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN	25
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN	26
I. IMPRESSUM	27

Editor:
Dr. Sandra Striffler, ANALYSTIN

G10 WÄHRUNGEN

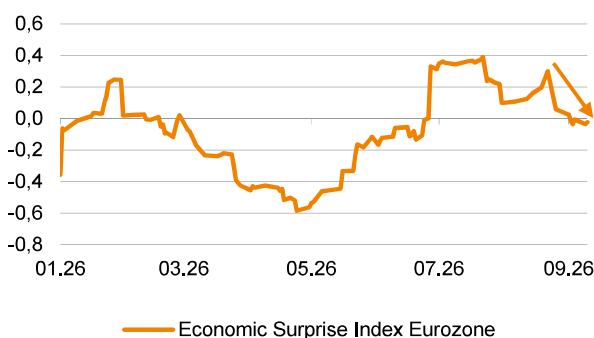
Eurozone: Gegenwind für den Euro hält an

Vor dem Hintergrund der durch den Konflikt im Mittleren Osten resultierenden energiepreisbedingten Aufwärtsrisiken für die Inflation hat die EZB bei ihrer jüngsten Zusammenkunft **ihre Leitzinsen um 25 Bp angehoben – der Einlagensatz liegt nun bei 2,50%**. Obwohl die Zinsentscheidung marktseitig als „hawkish“ wahrgenommen wurde und noch am selben Abend Berichte aus informierten Kreisen über eine Bereitschaft zu weiteren Straffungsschritten die Runde machten, **konnte der Euro davon nicht profitieren**. Dies lag zum einen daran, dass der **Zinsschritt bereits vollständig** in den Geldmarktkterminalsätzen (OIS-Forwards) **eingepreist war**. Mögliche Kursgewinne der Gemeinschaftswährung wurden am Tag des Leitzinsentscheids aber auch durch einen deutlichen Anstieg der Öl- und Gaspreise konterkariert, da das Vorrücken der Huthi-Rebellen im Jemen eine Verschärfung des geopolitischen Konflikts darstellt und die **Dollar-Seite der Währungsmedaille durch Safe-Haven-Zuflüsse gestützt wurde**. Zum anderen ist der Transmissionskanal zwischen Konjunkturdaten und Euro-Stärke im aktuell von geopolitischer Unsicherheit geprägten Umfeld gestört, weshalb die Gemeinschaftswährung schon von der resilienten ersten Jahreshälfte 2026 nicht profitieren konnte: **Da die EZB-Reaktionsfunktion primär an den angebotsseitigen Inflationsanstieg statt an das Wachstum gekoppelt ist, bewegen positive Realwirtschaftsdaten die Zinserwartungen kaum**. Zusätzlich, wenn auch untergeordneten Gegenwind erfährt der Euro durch die jüngste Ausweitung des OAT-Bund-Spreads (Spread zwischen französischen und deutschen Staatsanleihen), die vom globalen Renditeanstieg angesichts höherer Energiepreise und Inflations Sorgen angetrieben wurde. Der zehnjährige Spread notiert mit über 97 Bp auf dem höchsten Stand seit 2012 – diese Dynamik signalisiert ein **zunehmendes Fragmentierungsrisiko in der Eurozone** und weckt Erinnerungen an die fiskalischen Spannungen und den Vertrauensverlust während der Euro-Schuldenkrise.

EZB-Zinsschritt verpufft – Energiepreisschock und politische Fragmentierungsrisiken belasten Euro

Enttäuschende Konjunkturdaten...

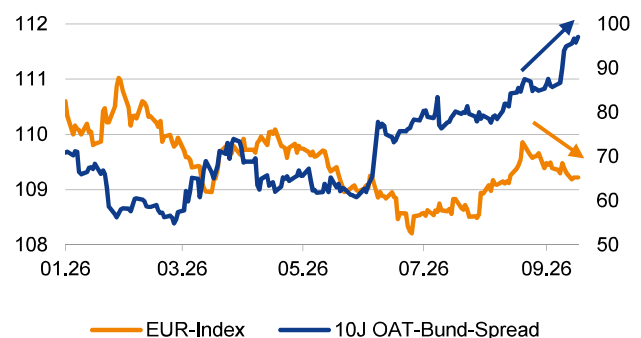
Werte > 0 = Datenveröffentlichungen überraschen auf der positiven Seite (und vice versa)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

... und die Ausweitung des OAT-Bund-Spreads zuletzt EUR-belastend

Handelsgewichteter EUR-Index (2020 = 100) (L.S.), 10J OAT-Bund-Spread in Basispunkten (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Auf der konjunkturellen Seite trübt sich das Bild derweil ein, so enttäuschten die „harten“ Konjunkturindikatoren zu Beginn des dritten Quartals deutlich. Insbesondere in Deutschland verzeichneten die Einzelhandelsumsätze (-3,4%, M/M) und die Industrieproduktion (-1,1%, M/M) deutliche Rückgänge. Insgesamt fielen Datenveröffentlichungen aus der Eurozone seit Ende August nicht mehr ganz so

Schwächere Konjunkturdaten aus der Eurozone belasten den Euro

positiv aus, was sich auch in **rückläufigen EUR-USD-Notierungen widerspiegelt hat**. Der Economic Surprise Index von Bloomberg bewegt sich inzwischen sogar wieder leicht im negativen Bereich.

Die durch den Iran-Krieg induzierten hohen Energiekosten sowie die Hitze und Trockenheit in einigen europäischen Ländern dürften in der zweiten Jahreshälfte 2026 zu einer **geringen Wachstumsdynamik in der Eurozone** führen (Q3 2026: +0,1%, Q4 2026: +0,15%, je Q/Q). Was den weiteren geldpolitischen Pfad der EZB betrifft, so rechnen wir angesichts der jüngsten Aufwärtsrevisionen der EZB-Stabsmitarbeiter hinsichtlich der (Kern-) Inflation und der insgesamt „hawkisheren“ Rhetorik der EZB-Ratsmitglieder mit einem **weiteren Zinsschritt um 25 Bp auf 2,75% (+3M)**. Marktseitig wird dieser Zinsschritt allerdings bereits **(mehr als) vollständig antizipiert**. Insgesamt **trauen wir dem Euro in diesem Umfeld auf kurze Sicht keine Kursgewinne zu**. Erst bei einer **geopolitischen Entspannung im Mittleren Osten und nachlassenden Inflationssorgen** dürfte die für Anfang 2027 erwartete, konjunkturelle Belebung dem Euro wieder Auftrieb verleihen. **Unsere Prognose höherer EUR-USD-Notierungen basiert jedoch nach wie vor hauptsächlich auf der USD-Seite der Währungsmedaille.**

Schwaches Wachstum und eingepreister EZB-Zinsschritt begrenzen das Euro-Potenzial

Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592

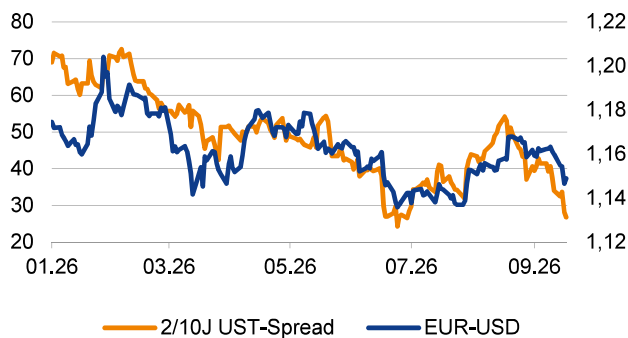
USA: Kurzfristige Dollar-Stärke, längerfristige Belastungsfaktoren

Warsh 1, Trump 0: Ungeachtet des politischen Drucks aus dem Weißen Haus gegen eine straffere Geldpolitik hat die Federal Reserve erstmals seit über drei Jahren die Leitzinsspanne einstimmig um 25 Bp auf 3,75 – 4,00% angehoben. Dass der **US-Dollar im Nachgang der FOMC-Sitzung dennoch auf breiter Front zulegen konnte** – obwohl der Zinsschritt mit einer impliziten Wahrscheinlichkeit von über 90 % in den Futures-Märkten fast vollständig eingepreist war –, hat zwei wesentliche Gründe: Erstens wurde die **Zinsentscheidung wesentlich „hawkischer“ wahrgenommen als erwartet**. So signalisiert der neue Dot Plot, der die individuellen Leitzinserwartungen der FOMC-Mitglieder widerspiegelt (ohne Fed-Chef Warsh, der sich erneut nicht beteiligte), **im Median eine weitere US-Zinserhöhung bereits in diesem Jahr**. Von den 18 Mitgliedern erwarten zwölf eine Zinserhöhung, vier Mitglieder erwarten sogar zwei Straffungsschritte – sprich sowohl im Oktober als auch im Dezember. Aber auch **Warshs Einschätzung** auf der anschließenden Pressekonferenz, wonach **die Fed mit dieser Entscheidung eine „Dosis geldpolitischer Lockerung“ zurückgenommen habe**, wurde marktseitig dahingehend interpretiert, dass noch weiterer Spielraum nach oben besteht. Zweitens stärkt die Zinserhöhung die politische Unabhängigkeit der Fed – fürs erste zumindest. Präsident Trump erklärte auf Social Media im Nachgang der Fed-Sitzung, dass er weiterhin Vertrauen in den Notenbankchef habe. Der Sündenbock der Stunde ist für Trump aber das restliche Entscheidungsgremium, dessen Mitglieder „feindselig“ eingestellt seien.

„Hawkische“ Fed-Zinserhöhung und Aussicht auf weitere Straffungsschritte stärken den USD

Verflachung der UST-Kurve infolge der Fed-Zinsentscheidung hat USD gestützt

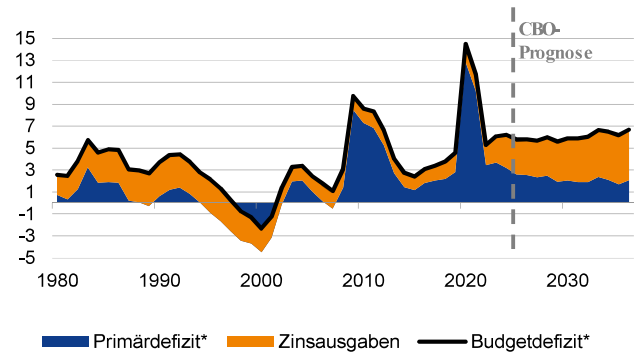
UST-Spread in Basispunkten (L.S.), US-Dollar je Euro (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Jüngster Renditeanstieg rückt die bereits ohnehin hohe US-Zinslast erneut in den Fokus

Haushaltskennzahlen in % des BIP



Quelle: Bloomberg, DZ BANK; *Primär- und Budgetdefizit mit negativen Vorzeichen

Der US-Dollar konnte bereits in den vergangenen Wochen von positiven Datenüberraschungen und dem damit einhergehenden marktseitigen Einpreisen des Zinsschritts profitieren. Von Kursen oberhalb der Marke von 1,17 USD notiert EUR-USD im Nachgang der FOMC-Sitzung nun unterhalb von 1,15 USD. Kurzfristig dürfte der Greenback seine Kursgewinne halten können, schließlich erwarten wir – im Gegensatz zur Entwicklung in der Eurozone – sogar nochmal eine Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik in den USA. So zeichnet sich für das dritte Quartal ein BIP-Wachstum von knapp 0,9% (Q/Q) ab. Nach wie vor treiben vor allem die enormen Investitionen in Rechenzentren und Software die US-Wirtschaft an. Von diesen „KI-Investitionen“ profitieren zudem andere Sektoren, zum Beispiel der Bausektor. Aber auch der Konsum wird dank der zuletzt wieder besseren Lage am US-Arbeitsmarkt gestützt: Im August legte die Zahl der Beschäftigungsverhältnisse gegenüber dem Vormonat überraschend deutlich um 162.000 zu, während die Arbeitslosenquote mit 4,1% nahezu Vollbeschäftigung signalisiert. Gleichwohl dürfte die robuste Konjunkturendynamik nicht über das laufende Jahr hinaus Bestand haben. Wir rechnen bereits ab der zweiten Jahreshälfte 2027 mit Wachstumsraten unterhalb des US-Potenzialwachstums (Q3 2027: +1,95 %; Q4 2027: +1,74 %, J/J), was den Greenback auf Jahressicht belasten sollte. Unsere Prognose eines schwächeren Dollars steht und fällt aber nach wie vor mit unserer Einschätzung für den weiteren geldpolitischen Pfad der Fed: Entgegen der Markterwartung rechnen wir nicht mit weiteren Zinserhöhungen, schließlich gibt es erstens nach wie vor kaum Anzeichen von Zweitrundeneffekten (z.B. bei der Lohnentwicklung) und zweitens sollten nachgebende Energiepreise – eine Entspannung im Mittleren Osten vorausgesetzt – die US-Inflation wieder in Richtung 3%-Marke sinken lassen.

Kurzfristig stützt die robuste US-Konjunktur den USD, längerfristig droht jedoch Gegenwind

Ein weiterer, struktureller Risikofaktor für den US-Dollar bleibt die inzwischen ausufernde US-Verschuldung. Wie bereits in der letzten Monthly-Ausgabe ausführlich berichtet, hatte US-Finanzminister Bessent im August überraschend die Ausweitung des Rückkaufprogramms von längerläufigen US-Treasuries angekündigt. Über das tatsächliche Volumen der Buybacks dieser „Off-the-Run“-Staatsanleihen wurde marktseitig in der Folge spekuliert, letztendlich enttäuschte der Umfang der ersten größeren Rückkaufaktion von etwas mehr als 5 Milliarden USD aber die Marktteilnehmer, was zwischenzeitlich wieder einen Renditeanstieg im längeren Laufzeitbereich auslöste. Auch wenn ein konsequenter Sparkurs

Hohe US-Verschuldung bleibt strukturelles USD-Risiko; Sparkurs politisch kaum durchsetzbar

Washingtons eigentlich mehr als notwendig wäre, ist dieser politisch aktuell kaum durchsetzbar.

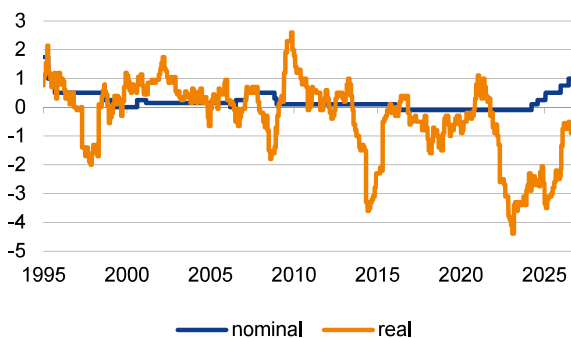
Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592

Japan: Geldpolitik bleibt auch nach Zinsschritt akkommodierend

In einer von zahlreichen Notenbanktreffen geprägten Woche musste heute früh auch die Bank von Japan (BoJ) Farbe bekennen. Die beschlossene **Zinserhöhung um 25 Bp auf 1,25% war allgemein erwartet** worden und bringt Japans Leitzins auf den **höchsten Wert seit 31 Jahren**. Als Begründung für ihre Entscheidung nennen die Währungshüter den anhaltenden Preisdruck aufgrund des globalen Ölpreisschocks, die unsichere Lage im Mittleren Osten, den schwachen Yen und die wachsende Nachfrage nach KI. Gleichzeitig attestiert die Notenbank der Wirtschaft einen soliden Ausblick, getragen von den Fiskalmaßnahmen der Regierung Takaichi, dem auch nach der Zinserhöhung noch immer akkommodierenden geldpolitischen Umfeld und (auch hier natürlich) dem KI-Boom. Überraschend war, dass mit Asada und Sato gleich zwei BoJ-Mitglieder gegen die Erhöhung gestimmt haben.

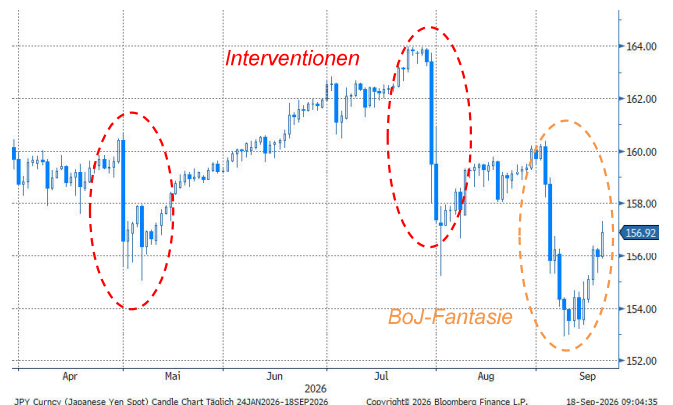
Leitzins so hoch wie zuletzt 1995

Leitzins auf 31-Jahreshoch – Realzins weiter negativ
BoJ: Schlüsselzins nominal und real (CPI-bereinigt), in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Geld- und Währungspolitik schicken den Yen auf eine Achterbahnfahrt
USD-JPY



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die BoJ hat die Notwendigkeit einer weiteren Straffung in Aussicht gestellt, sich hierbei aber weniger entschlossen und weniger konkret bezüglich des Timings geäußert, als der Markt erhofft hatte. Dies hat heute früh sowohl im Yen als auch bei den impliziten Zinserwartungen die von uns seit längerem geforderte Korrektur angestoßen, die zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses dieser Publikation noch in vollem Gang ist. **Auch wenn wir seit geraumer Zeit nicht müde werden, die Notwendigkeit einer weiteren Normalisierung der japanischen Geldpolitik zu betonen, scheint uns die marktseitige Spekulation auf ein Zinsniveau von 2,00% bis Juli 2027 überzogen.** Wir rechnen mit nur einem weiteren BoJ-Schritt Anfang 2027 und einer Terminal Rate von 1,50%. Die heute früh frisch veröffentlichten CPI-Zahlen für August waren mit 1,9% in der Gesamtrate (J/J) bereits schwächer ausgefallen als der Konsens erwartet hatte. Im nächsten Jahr dürften niedrigere Ölpreise und die Mehrwertsteuersenkung auf Lebensmittel die Inflation in Schach halten und aggressivere Zinserhöhungen obsolet machen. **Damit würde der Yen eine der beiden wichtigen Säulen seiner Kursgewinne der letzten Wochen verlieren** und sich der Fokus von der Geldpolitik

Spekulationen auf aggressivere Straffung überzogen – Korrekturgefahr für den Yen

auf die andere Säule, die Interventionspolitik, verlagern. Sollte der Yen mangels geldpolitischem Beistand im Herbst erneut zur Schwäche neigen, dürften Markteingriffe auch unter US-Beteiligung nur eine Frage der Zeit sein.

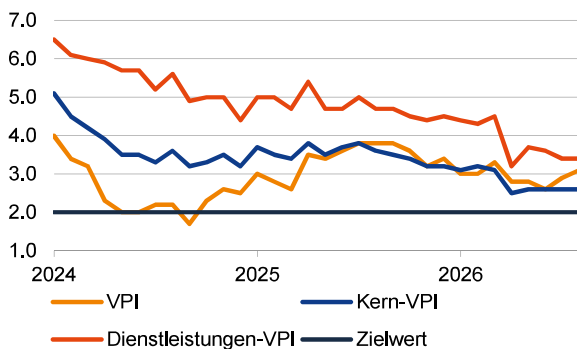
Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 69 7447 7977

Großbritannien: Bank of England zieht geldpolitisch nach

Großbritanniens neuer Premierminister Andy Burnham hat eine Wirtschaft übernommen, die sich in der ersten Hälfte des Jahres 2026 besser entwickelt hat als erwartet. Das Wachstum legte von 0,9% im ersten Quartal auf 1,2% im zweiten Quartal (jeweils im Jahresvergleich) zu und übertraf damit die meisten G7-Staaten. Die Arbeitslosenquote verharrte im zweiten Quartal jedoch bei 4,9% (im Vergleich zu 4,2%, als die Labour-Partei die Parlamentswahlen 2024 gewann). **Zwar liegt die Inflationsrate mit 3,1% (J/J) im August unter dem Höchststand der letzten zwei Jahre (3,8% im dritten Quartal 2025), doch gibt es kaum Anzeichen dafür, dass sie im Jahr 2026 wieder das Zielniveau der britischen Notenbank (BoE) erreichen wird. Im Gegenteil: Höhere Energiepreise dürften sie im weiteren Verlauf des Jahres 2026 erst noch auf fast 4% treiben.** Angesichts der Tatsache, dass die Labour-Regierung versprochen hatte, Maßnahmen zur Bewältigung der „Lebenshaltungskostenkrise“ zu ergreifen – ein Thema, das sie im Wahlkampf ausgiebig genutzt hatte –, sind dies nicht nur **wirtschaftlich, sondern auch politisch schlechte Nachrichten.**

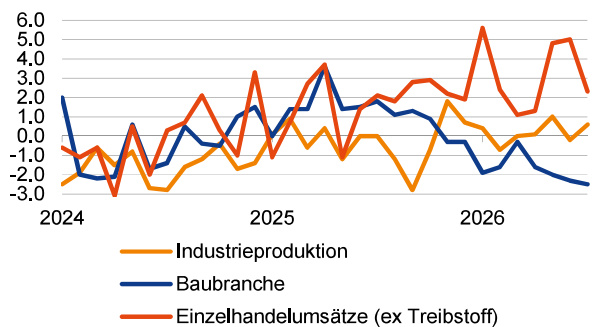
Die Wirtschaft wuchs im ersten Halbjahr stärker als erwartet, doch die Inflation bereitet Sorgen

Die Kerninflation erweist sich als sehr hartnäckig, während die Energiepreise die Gesamtinflation nach oben treiben
In %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die Realwirtschaft ist nicht in bester Verfassung; gestiegene Energiepreise verschärfen die Lage noch
In %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die geldpolitischen Entscheidungsträger der Bank of England befinden sich in einer schwierigen Lage. Zum zweiten Mal in weniger als fünf Jahren wurde die Inflationsrate durch einen externen Energiepreisschock in die Höhe getrieben. Zwar ist die Kerninflation seit über einem Jahr rückläufig, jedoch verläuft diese Entwicklung wesentlich langsamer, als dem geldpolitischen Ausschuss lieb ist. Dies deutet auf einen zugrunde liegenden Inflationsdruck hin, der nicht so schnell verschwinden wird. Da die Inflation nach wie vor über dem BoE-Zielwert liegt und in diesem Winter eher steigen als sinken dürfte, ist eine straffere Geldpolitik erforderlich. Diese wird jedoch keinerlei Einfluss auf die Preise für importierte Energie haben, die die Hauptursache für das Problem der BoE darstellen. **Unterdessen deuten die Daten aus der Realwirtschaft nicht darauf hin, dass**

Die Geldpolitik befindet sich in einer schwierigen Lage

sich das robuste Wachstum bis zum Jahresende fortsetzen wird. Die Industrieproduktion stagniert weitgehend, die Bauproduktion ist seit Monaten rückläufig und die Verbraucher müssen ihren Gürtel enger schnallen, da sie mit höheren Energiekosten konfrontiert sind. **Dennoch besteht das Mandat der BoE darin, eine Inflationsrate von 2% (J/J) zu erreichen.**

Die Aufgabe der BoE wird durch den Ende Oktober vorgelegten Haushaltsplan zusätzlich erschwert. **Der neue Finanzminister John Healey steht unter politischem Druck, die öffentlichen Ausgaben noch weiter zu erhöhen. Dies könnte ebenfalls einen Aufwärtsdruck auf die Inflation ausüben.** Nachdem die Zinsen im September unverändert belassen wurden und die nächsten Prognosen der BoE im November vorliegen werden, scheint es vor diesem Hintergrund wahrscheinlich, dass **die Notenbank bis zu ihrer Sitzung am 5. November warten wird, um eine moderate Straffung um 25 Basispunkte vorzunehmen.** Der Geldmarkt hat bereits eine Wahrscheinlichkeit von rund 50 Prozent für eine weitere Anhebung um 25 Bp im Dezember eingepreist. Aufgrund der Prognosen der DZ BANK, die bis zum Jahresende niedrigere Energiepreise erwarten, erscheint dies jedoch etwas zu hawkish.

BoE dürfte vor Zinsanhebung Vorstellung des Haushalts abwarten

Mangels heimischer Treiber und angesichts des fortgesetzten Straffungskurses von Fed und EZB ist für das Pfund über die Wintermonate lediglich mit einer Seitwärtsbewegung in den bekannten Grenzen zu rechnen. **Derzeit lassen sich kaum inländische Faktoren ausmachen, die für eine deutliche und anhaltende Aufwertung des Pfunds sprechen würden.**

Pfund dürfte in der Handelsspanne der letzten drei Monate verharren

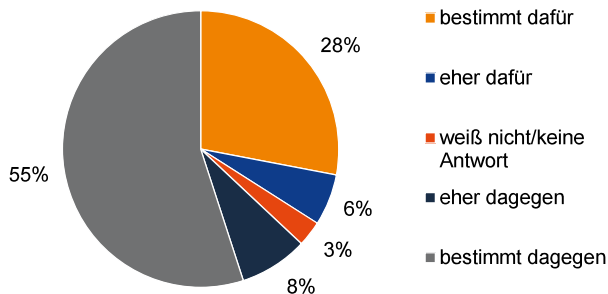
Andy Cossor, ANALYST, +49 (0)69 7447 99764

Schweiz: Politische Weichenstellung und SNB-Sitzung

Inmitten der bekannten Überlegungen zu Wachstum, Inflation und Geldpolitik dürfte sich in den kommenden Wochen abermals eine Volksabstimmung in die Schlagzeilen drängen. **Am 27. September stimmen die Schweizer über die Volksinitiative „Wahrung der schweizerischen Neutralität“ (Neutralitätsinitiative) ab.** Für die **Safe-Haven-Rolle des Schweizer Frankens** ist die seit 1848 in der Verfassung verankerte **politische Neutralität ein Schlüsselfaktor.** In den letzten Jahren hat sich die Schweiz trotz dieser Neutralität an den EU-Sanktionen gegen Russland nach der Ukraine-Invasion beteiligt, um die internationale Ordnung zu schützen. Die Initiative fordert eine striktere Neutralitätspraxis und fordert ein **weitgehendes Verbot von Sanktionen** in der Verfassung; wirtschaftliche Sanktionen wären nur noch erlaubt, wenn sie vom UNO-Sicherheitsrat beschlossen würden. Bundesrat und Parlament lehnen die Initiative ab; **Meinungsumfragen zeigen in der Bevölkerung ebenfalls eine klares „Nein“**, also eine Beibehaltung des Status Quo. Aufgrund dieser Stimmungslage ist an den Finanzmärkten derzeit keine Reaktion auf das Referendum zu erkennen. Als Ereignisrisiko mit einem marginalen Restrisiko haben wir den 27. September aber notiert.

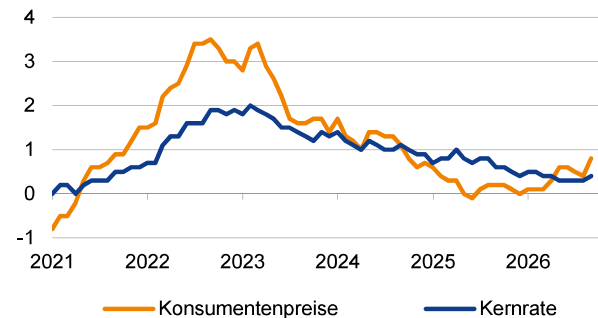
Neutralitätsinitiative mit marginalem Restrisiko

Neutralitätsinitiative: Klarer „Nein“-Trend
SRG-Umfrage, Stimmabsichten in %



Quelle: GFS Bern im Auftrag der SRG SSR, DZ BANK

Trotz Energiepreisschock nur moderater Inflationsdruck
Konsumentenpreise, Veränderung (J/J), in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Für den Schweizer Franken bleibt damit alles beim Alten: Er profitiert tendenziell von den jüngsten Spannungen im Mittleren Osten, und auch die globale KI-Skepsis strahlt auf den Sicheren Hafen aus. Verglichen mit den Kursbewegungen im März 2026 ist EUR-CHF aber dennoch sehr träge. Die Notierungen um 0,94 CHF dürfte auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) wohlwollend zur Kenntnis nehmen, wenn sie **am 24. September über die Leitzinsen entscheidet. Dreh- und Angelpunkt ist der SNB-Inflationsausblick bzw. ihre Einschätzung über die Dauer des jüngsten Ölpreisschocks.** Unser Hauptszenario unterstellt, dass die SNB im September keinen Zinsänderungsbedarf sieht und auch keine Neigung zu Zinserhöhungen im Dezember andeutet. Bei Inflationsraten von 0,5% bis 0,8% (J/J) (trotz Energiepreisschock!) dürfte es schwer fallen, eine mittelfristige Gefährdung der Preisstabilität zu attestieren. Marktseitig werden zwar zwei Zinsschritte bis Sommer 2027 unterstellt. Diese Spekulationen erscheinen uns im Zuge der SNB-Lagebeurteilung am nächsten Donnerstag jedoch korrekturanfällig. **Der Schweizer Franken bleibt damit im Spannungsfeld zwischen Safe-Haven-Nachfrage und (angesichts globaler Zinserhöhungen) wachsendem Leitzinsnachteil.**

SNB-Lagebeurteilung am 24. September: Fokus auf Inflationsausblick

Dorothea Huttanus, ANALYSTIN, +49 (0)69 7447 7977

Australien & Neuseeland: Notenbanken bleiben auf Straffungskurs

Seit unserer letzten Monthly-Ausgabe hat sich das Bild für die australische Geldpolitik merklich gewandelt. Hatten wir ursprünglich mit einer Zinspause der Reserve Bank of Australia (RBA) auf absehbare Zeit gerechnet, zwingen uns die jüngsten Daten und Bemerkungen der australischen Währungshüter zu einer Neubewertung.

Wir gehen nun davon aus, dass die RBA im November eine finale Leitzinsanhebung um 25 Bp auf 4,60% vornehmen wird. Auslöser für diese revidierte Prognose sind zum einen die **stärker als marktseitig erwartet ausgefallenen Inflationsdaten im Juli.** So stieg die von der RBA präferierte Kerninflation, die Trimmed-Mean-Inflation, auf 0,5% (M/M), sodass die jährliche Inflationsrate den zweiten Monat infolge bei **3,6% (Konsens: 3,5%)** verharrte. Der Preisdruck war dabei insgesamt breit angelegt: Der Anteil der Güter und Dienstleistungen im VPI-Warenkorb, deren Teuerungsrate über dem oberen Rand des RBA-Inflationszielbands (3%) liegt, weitete sich im Juli auf **über 45%** aus (nach 43% im Juni). Gleichzeitig schrumpfte der Anteil der Posten mit einer Teuerung von

Hartnäckige Inflation: RBA vor nächstem Zinsschritt

unter 2% deutlich auf 37% (von zuvor 42%). Zum anderen traten die australischen Währungshüter in den letzten Wochen **zunehmend „hawkischer“** auf: RBA-Chefvolkswirtin Sarah Hunter betonte die geringe Toleranz des geldpolitischen Gremiums für eine verzögerte Rückkehr der Inflation in das Zielband. Flankiert wurde dies von Vize-Notenbankchef Andrew Hauser, der eine **weitere geldpolitische Straffung – falls erforderlich – explizit zur Sprache brachte**. „Die Frage ist jetzt, offen gesagt, ob wir genug getan haben oder ob mehr nötig ist“, so Hauser. Dass die RBA mit einer Reaktion bis November wartet, halten wir für das wahrscheinlichste Szenario. Ein solches Vorgehen würde es den Währungshütern ermöglichen, eine Überreaktion auf einen einzelnen, volatilen Monatsbericht zu vermeiden. Ein verfrühter Schritt bereits im September erscheint uns daher unwahrscheinlich, wenngleich das Risiko angesichts der „hawkischen“ Rhetorik der Notenbank bestehen bleibt.

Die Notwendigkeit eines weiteren Zinsschritts wird auch durch die jüngsten BIP-Zahlen untermauert. Das australische Bruttoinlandsprodukt wuchs im zweiten Quartal um 0,4% (Q/Q), womit die Jahresrate auf 2,1% zurückging. **Damit zeigt sich die australische Wirtschaft am aktuellen Rand jedoch widerstandsfähiger als marktseitig (+1,8% J/J) und von der RBA (+1,9% J/J) erwartet**. Getragen wurde das Q2-Wachstum dabei primär von einem robusten privaten Konsum (+0,4 % Q/Q), anziehenden Wohnungsbauinvestitionen (+1,6 % Q/Q) sowie einem positiven Beitrag der Nettoexporte. Für die kommenden Quartale zeichnet sich dennoch eine leichte Konjunkturdelle ab, da der private Konsum unter der Last der restriktiveren Geldpolitik und eines abkühlenden Immobilienmarktes zunehmend an Schwung verlieren dürfte. Dieser Dämpfer kann durch den Boom in KI-Infrastruktur (v.a. Rechenzentren) in Down Under dennoch wohl teilweise abgefedert werden. Die fundamentale Stärke dieses Trends unterstreicht Nvidias jüngste Großankündigung, die australische KI-Rechenleistung bis 2027 in Kooperation mit lokalen Partnern auf gigantische 2 Gigawatt mehr als zu verdoppeln.

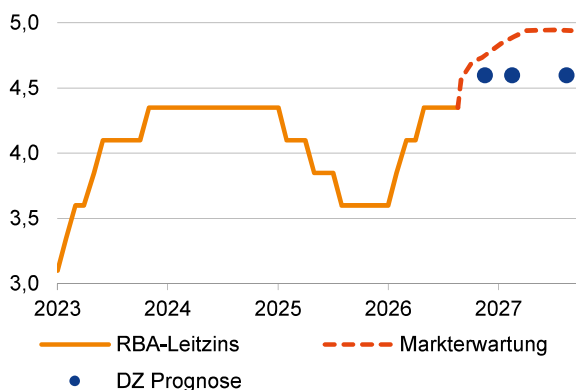
Der australische Dollar dürfte auf kurze Sicht von dem **höheren Zinsniveau profitieren** und gegenüber Euro und US-Dollar **leicht fester notieren**. Auf mittlere Sicht gestehen wir dem „Aussie“ angesichts unserer Erwartung einer leichten Konjunkturdelle dann zunächst **keine weiteren Kursgewinne** zu, bevor im Jahr 2027 die **soliden Wachstumsaussichten Australiens** sowie das wohl insgesamt bessere Risikoumfeld wieder für **Aufwind** sorgen sollten.

Australiens Wirtschaft zeigt sich robuster als erwartet

Eine Konjunkturdelle dürfte durch den KI-Infrastrukturboom teilweise abgefedert werden

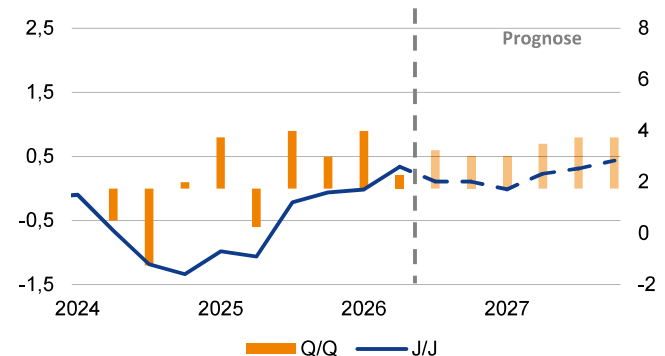
Der AUD dürfte kurzfristig vom höheren Zinsniveau profitieren, mittelfristig aber erst 2027 wieder nachhaltigen Auftrieb erhalten

AU: Die marktseitigen Zinserhöhungsfantasien sind u.E. übertrieben
Leitzins und Markterwartung (abgeleitet aus Cash Rate Futures) in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

NZ: Wirtschaft zeigt sich resilienter als erwartet
BIP-Zahlen in %: Q/Q (L.S.), J/J (R.S.)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Seit Mitte August musste der neuseeländische Dollar gegenüber Greenback und Euro **deutliche Kursverluste** hinnehmen. So notiert NZD-USD bei etwa 0,57 USD aktuell rund 4% niedriger als vor vier Wochen, während sich EUR-NZD wieder oberhalb der psychologisch wichtigen Marke von 2,00 NZD befindet. Belastend wirkt vor allem die „dovische“ **Zinserhöhung der neuseeländischen Notenbank (RBNZ)** Anfang September: Da dieser Schritt am Geldmarkt bereits nahezu vollständig eingepreist war, blieb ein positiver Impuls für den Kiwi-Dollar aus. Zudem dämpfte RBNZ-Chefin Anna Breman die marktseitigen Zinserhöhungserwartungen: Zwar seien weitere Zinsschritte grundsätzlich möglich, der geldpolitische Rat werde nun jedoch vorerst die Wirkung der beiden bisherigen Anhebungen evaluieren, womit sie eine **Zinspause für die anstehende Oktober-Sitzung** andeutete. Auch die stellvertretende Notenbankchefin, Karen Silk, plädierte zuletzt in einem Interview ebenfalls für eine weitere Straffung im Dezember. Wir teilen diese Meinung und rechnen nach einer **Zinserhöhung im Dezember** mit einem finalen Zinsschritt auf **3,25% im Frühjahr 2027**.

RBNZ dürfte im Oktober Zinspause einlegen; weitere Zinserhöhungen im Dezember und Q1 2027 erwartet

Was die konjunkturelle Lage in Neuseeland betrifft, so wuchs das BIP im zweiten Quartal um **0,2% von zuvor nach oben revidierten +0,9% (je Q/Q)**. Während der Markt lediglich ein Wachstum von +0,1% (Q/Q) erwartet hatte und die RBNZ sogar von einer Stagnation ausging, zeigte sich die Wirtschaft trotz der Belastungen durch den anhaltenden Konflikt im Mittleren Osten **widerstandsfähiger als erwartet**. Demgegenüber hielten sich die Konsumenten aufgrund der hohen Kraftstoffpreise und der unsicheren Lage bei diskretionären Ausgaben spürbar zurück. Auch die jüngsten Daten zu den neuseeländischen Einzelhandels- und Kreditkartenumsätzen vom August fielen enttäuschend aus, was die **anhaltende Konsumschwäche der privaten Haushalte** unterstreicht. Da wir jedoch davon ausgehen, dass die Inflation im vergangenen Quartal ihren Höhepunkt erreicht hat und die Konsumtätigkeit vor dem Hintergrund unserer Erwartung rückläufiger Energiepreise in den kommenden Monaten daher zulegen sollte, rechnen wir auf Jahressicht mit einer **weiteren Konjunkturbelebung. Der neuseeländische Dollar sollte** von dieser konjunkturellen Stabilisierung sowie der schrittweisen Normalisierung der Geldpolitik profitieren und **auf Jahressicht gegenüber dem Euro und dem US-Dollar höher notieren. Auf kurze Sicht dürften jedoch die im November anstehenden Parlamentswahlen für Unsicherheit sorgen und den Kiwi-Dollar belasten**, insbesondere da sich aktuell ein Kopf-an-Kopf-Rennen zwischen der regierenden National-Partei unter Premierminister Luxon und der oppositionellen Labour-Partei abzeichnet.

Neuseelands Konjunktur stützt NZD; Parlamentswahlen sorgen kurzfristig für Gegenwind

Mario Schimmels, ANALYST, +49 (0)69 7447 53592

Kanada: Eine Zinserhöhung durch die BoC wird immer wahrscheinlicher

In der ersten Jahreshälfte entwickelte sich die kanadische Wirtschaft besser als von vielen erwartet. Aus den Daten zeichnete sich ein allmählicher Aufwärtstrend beim Wirtschaftswachstum ab (die Jahresrate stieg von 0,1% im ersten Quartal auf 1,1% im zweiten Quartal). Nachdem die Arbeitslosenquote im April mit 6,9% ihren Höchststand erreicht hatte, ging sie im August auf 6,4% zurück. Die jährliche Gesamtinflationsrate wurde durch steigende Energiepreise infolge des Iran-Konflikts stark in die Höhe getrieben und erreichte im Mai 3,2%, bevor sie im Spätsommer wieder auf 3% zurückging. **Die Kerninflationsrate blieb jedoch unter der Obergrenze des Inflationszielkorridors der kanadischen Notenbank (BoC) von 3% und liegt derzeit bei 2,7% (J/J).**

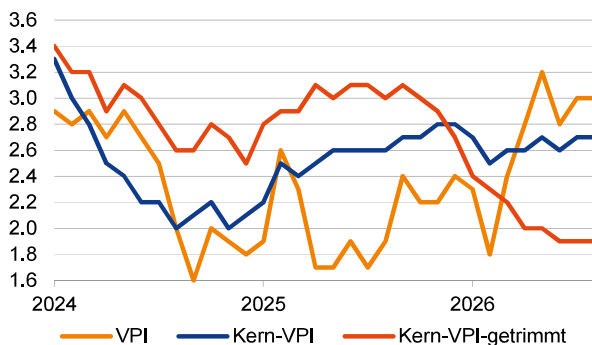
H1 war konjunkturell solide, doch Inflation kratzt an BoC-Grenze

Für die BoC war dies ein vergleichsweise günstiges Szenario. Es ermöglichte ihr, einen stabilen geldpolitischen Kurs zu verfolgen, um die Konjunktur zu stützen (der inflationsbereinigte Leitzins ist im Laufe des bisherigen Jahres leicht negativer geworden). Zu Beginn des letzten Quartals 2026 sieht sich die Zentralbank jedoch mit schwierigeren Herausforderungen konfrontiert.

Einerseits ist angesichts der wieder massiv gestiegenen Energiepreise sowie der festgefahrenen Situation im Iran-Konflikt davon auszugehen, dass in den kommenden Monaten weiterer Aufwärtsdruck auf die Inflation entstehen wird. Unter normalen Umständen würde dies mindestens eine Zinserhöhung der BoC im Herbst oder frühen Winter rechtfertigen. Andererseits droht allerdings der Handelskrieg mit den USA die Konjunktur in Kanada zu beeinträchtigen und die Wachstumsraten erheblich zu gefährden. Zwar gibt es noch Verhandlungsspielraum für beide Seiten, doch eine Einigung noch vor den US-Zwischenwahlen im November ist sehr unwahrscheinlich. Positive wirtschaftliche Auswirkungen werden daher wohl erst ab 2027 spürbar sein. Angesichts des Unverständnisses für die Grundlagen des internationalen Handels in der US-Regierung könnte Washington zudem an seiner (Zoll-) Position festhalten, auch wenn diese Politik das Problem der Lebenshaltungskosten in den USA verschärfen wird. Zwar weist Kanada einen moderaten Handelsüberschuss mit den USA auf, doch unter Berücksichtigung der Dienstleistungen ist die Handelsbilanz nahezu ausgeglichen. Der Dienstleistungsanteil am bilateralen Handel wird von der Trump-Regierung jedoch in der Regel außer Acht gelassen. Die negativen Auswirkungen der US-Zölle könnten darauf hindeuten, dass eine geldpolitische Lockerung erforderlich ist, um die kanadische Konjunktur anzukurbeln.

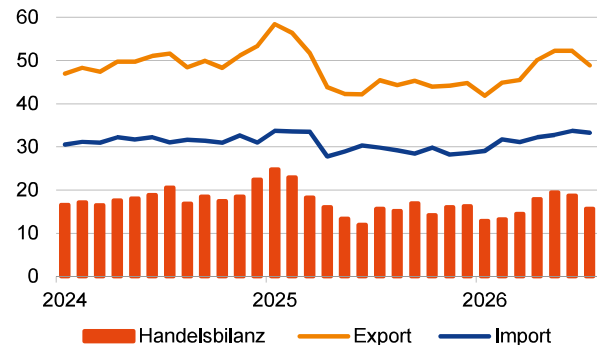
In Q4 muss die BoC Inflationsrisiken gegen US-Zollfolgen abwägen

Die Wahrscheinlichkeit für eine geldpolitische Straffung im vierten Quartal steigt
In %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Der kanadische Handelsbilanzüberschuss gegenüber den USA ist keineswegs ein Indikator dafür, dass die USA „ausgenommen“ werden
In Mrd. CAD, Kanadische Zoll Daten



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Insgesamt dürfte die kanadische Geldpolitik sensibel auf Entwicklungen bei den Energiepreisen reagieren. Je länger diese auf dem derzeit hohen Niveau verharren, desto wahrscheinlicher wird eine Zinserhöhung bei der Sitzung der BoC am 28. Oktober. Selbst wenn es im Oktober zu keiner Zinserhöhung kommt, ist eine solche bei der Sitzung im Dezember wahrscheinlich, um der BoC dabei zu helfen, ihr Inflationsziel bis 2027 zu erreichen. Da der Devisenmarkt weitere Straffungsmaßnahmen der BoC, der EZB und der Fed bereits eingepreist hat, ist es unwahrscheinlich, dass sich in den kommenden Monaten ein klarer Trend des Loonie abzeichnet, sofern es keine wesentlichen neuen Entwicklungen hinsichtlich geopolitischer Risiken und/oder der Inflationsaussichten gibt.

Trotz einer moderaten Straffung durch die BoC dürfte sich der Loonie eher seitwärts bewegen

Skandinavien: Regierungsbildung in Schweden – Norwegen vor erneuter Leitzinsanhebung

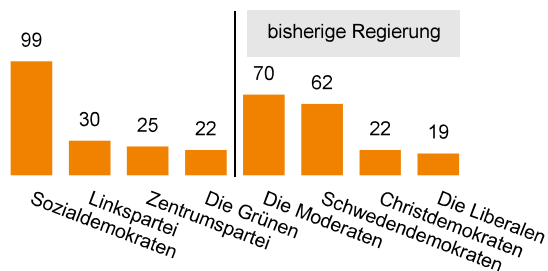
Am vergangenen Sonntag wurde in Schweden der Reichstag neu gewählt. Der von der Sozialdemokratin Magdalena Andersson angeführte Vier-Parteien-Oppositionsblock (Sozialdemokraten, Zentrumsparlei, Grüne, Linkspartei) erzielte 176 Sitze. Die bisherige Minderheitsregierung, die sich aus der Moderaten Sammlungspartei, den Christdemokraten und den Liberalen zusammensetzte und von den rechtspopulistischen Schwedendemokraten unterstützt wurde, erreichte 173 von 349 Sitzen. Das Mitte-Links-Bündnis sicherte sich damit eine knappe Mehrheit von nur drei Sitzen gegenüber der scheidenden Regierung – wobei landesweit etwa 50.000 Stimmen den Unterschied zwischen den beiden Lagern ausmachten. Ministerpräsident Ulf Kristersson (Moderate) kündigte nach der Bestätigung des Ergebnisses seinen Rücktritt an. Die Vorsitzende der Sozialdemokraten, Magdalena Andersson, wird nun voraussichtlich die Regierungsbildungsgespräche leiten, obwohl sich ihre möglichen Koalitionspartner in wichtigen politischen Bereichen wie Steuern und Energiepolitik nicht einig sind. Es zeichnen sich schwierige Koalitionsverhandlungen ab. Die Reaktion der Krone auf den Wahlausgang fiel verhalten aus. Nach einer kurzzeitigen Aufwertungsphase gegenüber dem Euro gab Schwedens Währung recht zügig wieder nach.

Knapper Ausgang der Reichstagswahl

Ministerpräsident Kristersson kündigte nach der Bestätigung des Ergebnisses seinen Rücktritt an

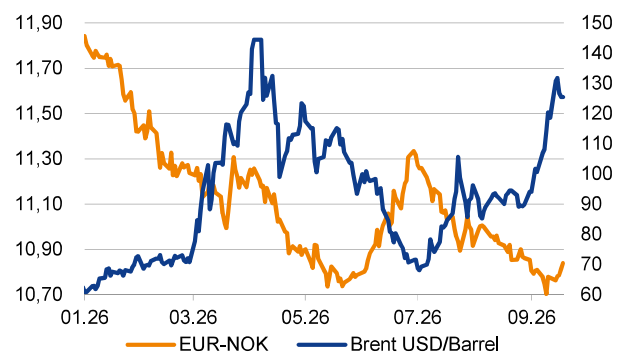
Der von der Sozialdemokratin Andersson angeführte Vier-Parteien-Oppositionsblock erzielte 176 von 349 Sitze

Schweden: Oppositionsbündnis erzielt einen Vorsprung von 3 Sitzen
Anzahl der erzielten Sitze



Quelle: Schwedische Wahlbehörde, DZ BANK

Norwegen: Krone profitiert von hohen Rohölpreisen
LS: EUR-NOK; RS: Öl Brent USD je Barrel



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Die im Fokus der Riksbank stehende CIPF-Jahresinflationsrate sank bereits im Juli auf 0,7% und verharrte dort auch bei der August-Veröffentlichung. Im August gingen die Preise im Monatsvergleich erneut zurück, die monatliche Inflationsrate lag bei minus 0,2% gegenüber minus 0,3% im Vormonat. Dieser Rückgang ist größtenteils auf die vorübergehenden fiskalischen Entlastungen wie eine niedrige Kraftstoffsteuer zurückzuführen. Allerdings lag auch der CPIF ohne Energie mit 0,5% im Jahresvergleich auf einem sehr niedrigen Niveau. Ein Rückgang der Inflation unter 1% ist bedeutsam, da er die Preissteigerungen unter die Untergrenze des Toleranzbandes der Riksbank von 1% bis 3% – um das 2%-Ziel – drückt. Der aktuelle schwache Inflationsverlauf bietet der Riksbank Spielraum, die Entwicklung in den kommenden Monaten abzuwarten, ohne tätig werden zu müssen. **Wir gehen davon aus, dass der Leitzins von 1,75% mindestens bis zum Jahresende unverändert bleibt.** Die Inflation dürfte im Winter anziehen, sobald die Wirkung der fiskalischen Entlastungen nachlässt. Wir erwarten, dass der Preisdruck im ersten Halbjahr 2027 weiter zunimmt, was die Riksbank zu Zinserhöhungen veranlassen dürfte. Die Risiken für diese Prognose hängen maßgeblich von der Entwicklung des

CIPF-Jahresinflationsrate bleibt erneut unter 1%

Wir erwarten vorerst keine Änderung der Geldpolitik

Iran-Konflikts ab. Seit Beginn des Iran-Kriegs weist die Krone eine hohe Volatilität und gegenüber dem Euro die schwächste Entwicklung unter den G10-Währungen auf. Sie sollte aber von einem wieder anziehenden Preisdruck und einer Aufhellung des fundamentalen Umfelds profitieren können. **Auf Sicht von drei Monaten gehen wir in EUR-SEK von Notierungen um 11,10 SEK aus.**

Das norwegische Wirtschaftswachstum für das zweite Quartal fiel mit einem Anstieg um 0,7% (Q/Q) recht stark aus, nach einer Zunahme um 0,4% im ersten Quartal. Produktionsseitige Daten zeigen einen 1,7%-igen Quartalszuwachs im Öl- und Gassektor. Norwegens Krone ist seit Jahresbeginn die G10-Währung mit der besten Wertentwicklung – gegenüber dem US-Dollar legte sie 6,6% zu, gegenüber dem Euro sogar 8,8%. Hierfür dürften vor allem drei Faktoren verantwortlich sein. Norwegen ist der bedeutendste Förderer von Erdgas und Erdöl in Europa. Die Notierungen beider Energie-Rohstoffe haben sich seit dem Beginn des USA-Iran-Kriegs stark verteuert. Zudem profitiert die Krone vom restriktiven Kurs der Norges Bank. Die Zentralbank hat im Mai den Leitzinssenkungszyklus beendet und die Policy Rate um 25 Basispunkte auf 4,25% angehoben. Die Leitzinsprojektionen sind weiter nach oben gerichtet und wir gehen im weiteren Jahresverlauf von einer erneuten Anhebung des Leitzinses auf 4,50% aus. Dies dürfte die Attraktivität der Krone weiter erhöhen. Und last but not least bietet der norwegische Staatsanleihenmarkt attraktive Renditeaufschläge im Vergleich zu heimischen Bundesanleihen. Zehnjährige Titel bieten einen Aufschlag von 100, zweijährige Laufzeiten sogar 143 Basispunkte und dies bei einer Rating-Einstufung von AAA.

Es ist recht wahrscheinlich, dass der Leitzins zusammen mit dem neuen Monetary Policy Report am 24. September von derzeit 4,25% auf 4,50% angehoben wird. Spätestens dürfte dies aber auf den beiden in diesem Jahr noch verbleibenden Notenbank-Sitzungen erfolgen. Sowohl wir als auch der Markt erwarten für 2027 Zinssenkungen, wir allerdings erst spät in der zweiten Jahreshälfte. Die Geldpolitik ist bereits eindeutig restriktiv. Die Norges Bank schätzt den langfristigen neutralen Zinssatz auf etwa 3%. Aufgrund ihrer Abhängigkeit von den globalen Ölpreisen sowie ihrer im Vergleich zu anderen G10-Währungen relativen Illiquidität dürfte die Volatilität der Krone hoch bleiben. Sollte der Konflikt zwischen den USA und dem Iran weiter anhalten oder sich noch verschärfen, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Brent-Notierungen im dreistelligen Preisbereich verbleiben. In unserem Basisszenario gehen wir bei Brent-Rohöl auf Sicht von drei Monaten jedoch von Notierungen um 90 USD je Barrel aus. **EUR-NOK erwarten wir auf Sicht von drei Monaten im Bereich von 10,80 NOK.**

Recht starkes Wirtschaftswachstum im 2. Quartal

NOK seit Jahresbeginn stärkster Wechselkurs der G10-Staaten

Erneute Leitzinsanhebung wahrscheinlich

EUR-NOK auf Sicht von drei Monaten bei 10,80 NOK erwartet

Hartmut Preiß, ANALYST, +49 (0)69 7447 6401

SCHWELLENLÄNDER

Osteuropa: Geldpolitisches Bollwerk gegen globale Risiken

Die jüngste geopolitische Eskalation und die damit einhergehenden (Energie-) Preisrisiken lassen auch die CE3-Währungen nicht kalt. Vielmehr notierten Zloty und Co. in dem wieder risikoaverseren Marktumfeld gegenüber dem Euro niedriger. Alles in allem schlagen sich die drei kleinen osteuropäischen Währungen in dem aktuellen Umfeld weiter wacker. **Als wichtige Stütze erweist sich nach wie vor die restriktive nationale Geldpolitik, die nun zumeist länger straff bleiben sollte als bislang erwartet.**

Neu aufgeflamnte geopolitische Risiken verunsichern

So ruderte jüngst der polnische Notenbankchef Glapinski, der vor der Sommerpause überraschend für September eine Leitzinssenkung in Aussicht gestellt hatte, verbal zurück und stellt nun ein bis Mitte 2027 unverändertes Leitzinsniveau in Aussicht. Sollte die Inflation entgegen den Erwartungen auch langfristig steigen, schließt Glapinski auch eine Straffung der geldpolitischen Zügel nicht aus. **Daher gehen wir nun davon aus, dass die dortige Notenbank (NBP) den Leitzins auf Sicht von sechs Monaten unverändert bei 3,75% belassen und erst auf Jahressicht noch einmal moderat um 25 Bp senken sollte.** Bislang hatten wir den finalen Senkungsschritt bereits auf Sicht von sechs Monaten in unserer Prognose.

Polen: Verbale Korrektur des geldpolitischen Pfads

Was die tschechischen Währungshüter betrifft, halten wir nun auf Sicht von drei Monaten eine weitere Leitzinsanhebung um 25 Bp auf dann 4,00% für wahrscheinlich. Bislang sind wir von einem auf Jahressicht unveränderten Leitzinsniveau von 3,75% ausgegangen. Für eine recht zeitnahe Leitzinsanhebung spricht unserer Ansicht nach zum einen die Erwartung der tschechischen Notenbank (CNB), dass die Inflation (Gesamtrate) Anfang 2027 vorübergehend wieder auf knapp 3% (J/J) und damit über ihr Ziel steigen sollte. Zum anderen ist in diesem Zusammenhang die aus geldpolitischer Sicht seit längerem zu hohe Kernrate zu nennen, die sich dem letzten geldpolitischen Bericht der Notenbank zufolge zunächst weiter im Bereich von 3% (J/J) halten dürfte. Zudem sollten die globalen, geopolitischen Gefahren nicht außer Acht gelassen werden. Angesichts dieses anhaltenden Aufwärtsrisikos hat auch CNB-Chef Michl immer wieder betont, im Zweifel keine Scheu vor Zinserhöhungen zu haben.

Tschechische Notenbank vor weiterer Leitzinsanhebung

Auch die ungarischen Währungshüter dürften nach drei Senkungen in Folge bei den kommenden Sitzungen die geldpolitischen Füße stillhalten und erst im Dezember die Zügel weiter umsichtig lockern. Mit Blick auf die am 22. September anstehende Leitzinsentscheidung wird neben der Zinspause zudem davon ausgegangen, **dass die Zentralbank (MNB) ihr Inflationsziel von bislang 3% (J/J) mit einer Spanne von +/- einem Prozentpunkt senken wird.** Die Chancen einer solchen Neuausrichtung liegen in niedrigeren langfristigen Nominalzinsen, die die Kapitalkosten der ungarischen Wirtschaft senken, einer stabileren Verankerung der Inflationserwartungen sowie der dringend benötigten Euro-Konvergenz. Diesen stehen jedoch auch Risiken gegenüber. Der jüngst spürbar nachgelassene Preisdruck ist teils temporär bedingt. Basiseffekte und volatile Energiepreise könnten die Inflation Ende 2026 wieder über die 4%-Marke treiben und damit sogar das alte Ziel reißen. Zudem erschweren ein hohes Haushaltsdefizit sowie eine zähe Dienstleistungsinflation den Erfolg dieses Vorhabens. **Für den Forint birgt diese Entscheidung im Erfolgsfall erhebliches Aufwärtspotenzial.** Sollte die MNB das Inflationsziel glaubwürdig herabsetzen und gleichzeitig das Tempo ihrer Zinssenkungen drosseln, bleibt der ungarische Realzins im regionalen Vergleich äußerst attraktiv, was den Forint gegenüber dem Euro stärken dürfte. Steigt die

MNB: Mit Senkung des Inflationsziel geht perspektivisch restriktivere Geldpolitik einher

Inflation jedoch unerwartet wieder merklich an und reißt das neue Ziel der Notenbank, droht ein empfindlicher Vertrauensverlust, der Abwertungsdruck auf den Forint auslösen könnte.

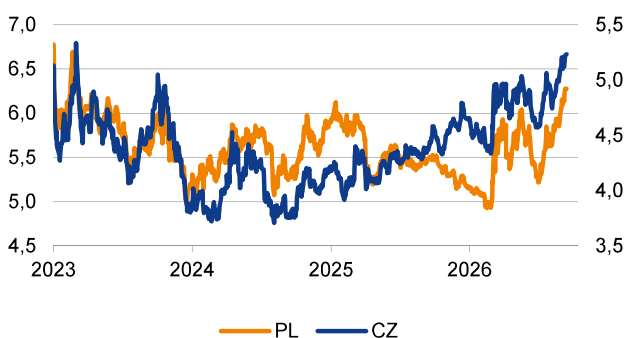
Doch nicht nur währungsseitig spiegeln sich die mannigfaltigen Risiken wider. Vielmehr werden diese auch bei Blick auf die dortigen Rentenmärkte deutlich. **So sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Polen und Tschechien zuletzt auf den höchsten Stand seit 2023 geklettert.** Haupttreiber dieses deutlichen Zinsanstiegs sind die eskalierenden geopolitischen Risiken im Mittleren Osten sowie die weltweit neu entfachten Inflationssorgen. Zudem lastet die global steigende Staatsverschuldung schwer auf den Rentenmärkten der Region. Hinzu kommt die Markterwartung, dass die dortigen Zentralbanken ihren restriktiven geldpolitischen Kurs länger beibehalten bzw. die geldpolitischen Zügel sogar noch einmal straffen könnten. Zudem tragen das aus EU-Sicht weiterhin zu hohe polnische Budgetdefizit (EU-Erwartung für 2026:6,5% des BIP) sowie die expansive Fiskalpolitik der tschechischen Regierung ebenfalls zu steigenden Renditen bei.

Globale Vorgaben ziehen polnische und tschechische Renditen nach oben

Ein anderes Bild zeigt sich hingegen am ungarischen Rentenmarkt. Die zehnjährigen dortigen Renditen stiegen im aktuellen Umfeld deutlich weniger stark an als die der regionalen Pendanten in Warschau und Prag. Dies gründet im Wesentlichen auf folgenden Argumenten: Zum einen sorgt der ausgeprägte Disinflationprozess in Ungarn für ein historisch niedriges Inflationsniveau (1,3% (J/J) im August), was der ungarischen Notenbank (MNB) grundsätzlich weiteren Spielraum für Leitzinssenkungen verschafft. Zum anderen treibt eine neu entfachte Euro-Beitrittsfantasie den Markt an. Das klare Bekenntnis der neuen, pro-europäischen Magyar-Regierung zur fiskalischen Konsolidierung und dem langfristigen Ziel des Euro-Beitritts hat das Vertrauen ausländischer Investoren ebenfalls gestärkt.

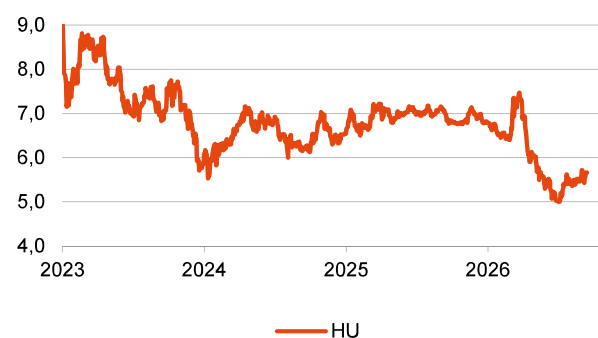
Sonderfaktoren dämpfen Renditeanstieg in Ungarn

Polen und Tschechien: 10J-Renditen auf dem höchsten Stand seit 2023
Renditeverlauf nationale 10J Staatsanleihen, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Ungarn: Euro-Beitrittsfantasie dämpft Renditeanstieg
Renditeverlauf ungarische 10J Staatsanleihen, in %



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Türkei & Südafrika: Geldpolitik schaut auch in die Welt

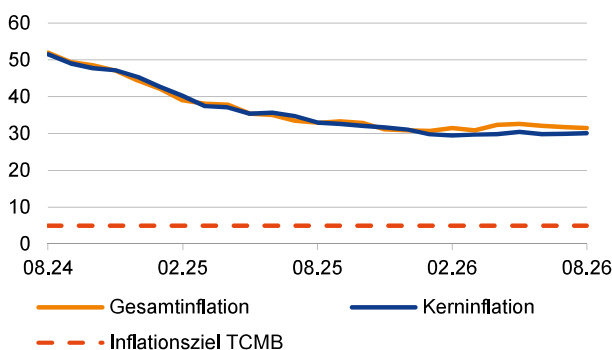
Ende August kehrte die türkische Notenbank (TCMB) wieder zum einwöchigen Reposatz von 37% als Haupt-Liquiditätsinstrument zurück, nachdem sie die regulären Zinstender seit dem Ausbruch des Iran-Konflikts Ende Februar ausgesetzt hatte. Die im August veröffentlichten Inflationsdaten, die den zweiten Monat in Folge eine etwas niedrigere Teuerungsrate zeigten, gaben den Währungshütern das nötige Vertrauen für die Rückkehr zur One-Week Repo Rate. Diese Maßnahme ist jedoch explizit als eine geordnete Normalisierung des operativen Rahmens und als Rückführung von Notfallmaßnahmen zu verstehen, nicht als Beginn eines klassischen Zinssenkungszyklus.

TCMB hat wöchentliche Repo-Auktionen wieder aufgenommen

Daher verwundert es auch nicht, dass die türkischen Währungshüter den offiziellen Leitzins bei ihrer September-Sitzung wie allgemein erwartet erneut unverändert bei 37% belassen haben. Diese geldpolitische Entscheidung basierte auf mehreren Risikofaktoren. Der massive Ölpreisschock durch den Konflikt im Mittleren Osten treibt auch das Risiko importierter Kostensteigerungen nach oben. Dies gefährdet die mühsam eingeleitete Disinflation im Land spürbar. Zudem spielten für die Notenbank die im August auf 28% angehobenen Inflationsprognosen für das Jahresende sowie die Sorge vor zeitverzögerten Zweitrundeneffekten der Energiekosten auf die Verbraucherpreise eine entscheidende Rolle. Diese Inflationsrisiken treffen auf eine sich deutlich abkühlende Realwirtschaft, wuchs die dortige Wirtschaft im zweiten Quartal im Vorjahresvergleich doch nur noch um 2,3%. Die restriktive Geldpolitik und die strengen makroprudenziellen Maßnahmen haben die Inlandsnachfrage – insbesondere den privaten Konsum als wichtigsten Wachstumsmotor – merklich ausgebremst. Einziger Lichtblick war zur Jahresmitte der Außenhandel, der dank sinkender Importe wieder 0,6 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum beisteuern konnte. Für die TCMB ist die nachlassende Inlandsnachfrage Fluch und Segen zugleich, da sie zwar das Wachstum dämpft, jedoch zugleich als wichtiges disinflationäres Instrument fungiert.

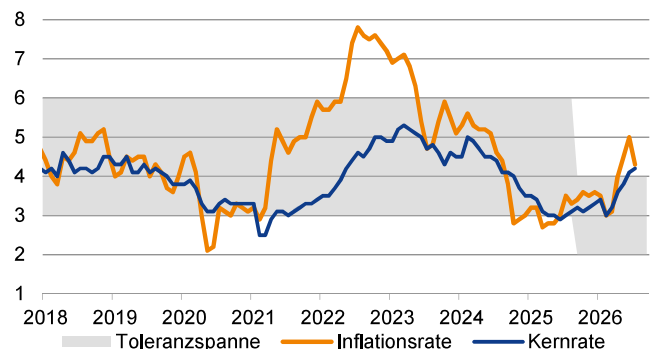
Geldpolitik zunehmend im Spannungsfeld zwischen Inflations- und Konjunkturrisiken

Türkei: Geopolitisch bedingte Inflationsrisiken stellen Disinflationsprozess erneut auf die Probe
Alle türkischen Inflationswerte in %, J/J



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Herausforderndes Preisumfeld für die Geldpolitik in Südafrika
In %, J/J; Kernrate: ohne Energie, Nahrungsmittel



Quelle: South African Reserve Bank, Bloomberg, DZ BANK

Was die kommenden Wochen betrifft, so dürfte die TCMB vor allem die geopolitischen Entwicklungen und damit verbunden, die globalen (Energie-) Preisrisiken im Blick haben. In diesem Zusammenhang verdienen auch die türkischen Inflationszahlen für September, die am 5. Oktober veröffentlicht werden, Aufmerksamkeit. Verschärfen sich die Inflationsrisiken weiter, ist damit zu rechnen, dass die Währungshüter in Ankara, deren nächste Leitzinsentscheidung am 22.

TCMB: (Globale) Inflationsrisiken im Blick

Oktober auf der Agenda steht, den Leitzins erneut unverändert bei 37% belassen werden. Zu groß dürfte dann ungeachtet der zuletzt schwächeren Konjunktur die Sorge sein, dass die bislang mühsam erreichten Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung zunichte gemacht werden, zumal die Lira nach wie vor unter Abgabedruck steht. Hellen sich die geopolitischen Rahmenbedingungen hingegen auf, sollte die TCMB dies wohlwollend zur Kenntnis nehmen und die geldpolitischen Zügel moderat um 100 Bp lockern.

Die Statistiker in Südafrika mussten für das zweite Quartal einen **BIP-Rückgang um 0,2% (Q/Q)** verkünden. Auf den zweiten Blick war das Quartal aber nicht so schlecht, wie es die Gesamtzahl nahelegt. Der Außenbeitrag drückte durch kräftig steigende Importe das Quartalswachstum um 1,1%-Punkte. Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte konnte dagegen nach einer Stagnation im ersten Vierteljahr wieder um 0,4% (Q/Q) zulegen. Bei den Investitionen ging es zwar erneut abwärts (-0,2%), jedoch langsamer als noch im ersten Quartal (-1,1%). Hoffnung macht zudem, dass die Industrieproduktion im Juli auf den höchsten Stand seit Oktober letzten Jahres gestiegen ist. Damit dürften **im dritten Quartal auch wieder positive Wachstumszahlen** erreicht werden. **Von einem dynamischen Wachstum bleibt Südafrika aber weit entfernt.**

BIP-Rückgang sieht schlechter aus als er ist

Die Inflationsrate hat sich im Juli deutlich auf 4,3% (J/J) verringert. Allerdings legte der Preisauftrieb gemäß der Kernrate ohne frische Nahrungsmittel und Energie leicht auf 4,2% (J/J) zu. Wenige Stunden vor der anstehenden Zinsentscheidung der South African Reserve Bank werden noch die Preiszahlen für den August veröffentlicht, für die wieder mit einer leicht höheren Jahresrate zu rechnen ist. Auch bei der Kernrate ist keine Entspannung zu erwarten, sodass beide Größen oberhalb der Toleranzspanne der Notenbank von 2% bis 4% bleiben dürften. Südafrika hat kaum einen fiskalischen Spielraum für preisdämpfende Maßnahmen an den Tankstellen. Aufgrund fehlender Raffineriekapazitäten schlägt zudem der deutlich kräftigere Anstieg der Preise bei Benzin und Diesel spürbar auf die Verbraucher und die Kosten durch. Die **Notenbank dürfte daher in diesem Jahr kaum auf eine weitere Zinserhöhung verzichten können**. Ob diese bereits bei der anstehenden Sitzung oder erst im Dezember erfolgt, ist aber noch unklar. Für einen zügigen Schritt spricht, dass dies die **Glaubwürdigkeit der Geldpolitik** wieder stärken würde, nachdem die Zinspause vor zwei Monaten etwas überraschend kam und zu einer – allerdings nur kurzzeitigen – Schwäche des Rand führte. Zu dem damaligen Zeitpunkt erschien das Inflationsumfeld sogar trüber als aktuell. Die Inflationsrate vom Juni (+5,0% J/J) war gerade veröffentlicht worden und die vierteljährliche Erhebung zu den Inflationserwartungen hatte einen merklichen Sprung nach oben ausgewiesen. Die jüngste Befragung zeigte dagegen eine, wenn auch geringfügige, Entspannung bei den Inflationserwartungen. Das reine **Preisumfeld würde damit eine erneute Pause nahelegen**. Allerdings ist das **globale Umfeld derzeit ein anderes**. Die EZB und die Fed haben zuletzt ihre Zinsen angehoben und eine weitere Pause könnte für den Rand nachhaltigere Folgen haben als im Juli. Entsprechende Überlegungen dürften auch in der Notenbank erfolgen, sodass wir **bereits für die kommende Woche mit einer Zinserhöhung rechnen**. Die Entscheidung dürfte aber knapp werden. Für den Rand könnten jedoch die Kommunalwahlen im November zu einem Risiko werden, da deutliche Verluste für den ANC die Stabilität der Regierungskoalition auf nationaler Ebene gefährden könnten.

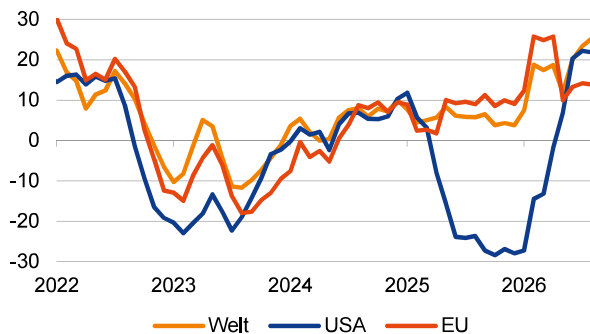
Spannende Zinsentscheidung

China: Hochkarätiges Gipfeltreffen vor Goldener Woche

Die in den letzten Wochen veröffentlichten Konjunkturdaten aus China haben die bekannte Zweiteilung der Wirtschaft bestätigt: **Ein boomender Exportsektor trifft auf eine anämische Binnennachfrage.** Die Industrieproduktion bleibt dank KI-getriebener Exportstärke die tragende Wachstumssäule (August: +4,5%, J/J), während die Einzelhandelsumsätze die ohnehin schon niedrigen Erwartungen unterboten haben (0,6%, J/J). Der Exportanstieg um 25% (J/J) hat den **Überschuss in der chinesischen Handelsbilanz erneut anschwellen lassen.** Dass sich der bilaterale Saldo zwischen China und den USA angesichts des rasanten Exportwachstums um 44% auf 29,2 Mrd. USD ausgeweitet hat, wirft dunkle Schatten über das anstehende **Gipfeltreffen zwischen den Staatschefs Trump und Xi.**

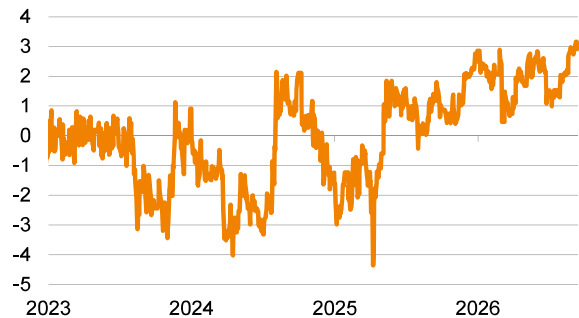
Jüngste Daten bestätigen die Zweiteilung Wirtschaft

Außenhandel als Wachstumsmotor – aber politisch brisant
Chinesische Exporte, Veränd. J/J, in %, 3M-Glättung



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Yuan-Aufwertungserwartungen fest verankert
Stressindikator (= Index für unterschwelligen Auf- oder Abwärtsdruck in USD-CNY, konstruiert aus Onshore CNY vs. Offshore CNH, Risk Reversals, Fixing-Spreads)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Voraussichtlich ab 24. September wird das chinesische Staatsoberhaupt erstmals seit über einem Jahrzehnt in den USA als Gast erwartet. Berichten zufolge erwägen die **USA und China Zollsenkungen für Waren**, darunter amerikanische Energie- und Agrarprodukte. Jede Art der handelspolitischen Entspannung dürfte der Yuan mit Kursgewinnen begrüßen. Andererseits wird der **US-Protest gegen die rasant wachsenden Ungleichgewichte im bilateralen Handel mit China immer lauter.** Zuletzt beschwerte sich US-Finanzminister Bessent „*The world cannot have a China with a \$1.2 trillion trade surplus. The rest of the world is going to have to examine their terms of trade with China.*“ Erst vor wenigen Tagen hat sich auch der Internationale Währungsfonds (IWF) zu Wort gemeldet. Man stehe in engem Austausch mit Chinas Behörden in Sachen heimischer und globaler Ungleichgewichte; „*addressing China's imbalances would be good for China and good for the global economy.*“ **Als vermeintlich einfachstes Gegenmittel gilt hier gemeinhin eine signifikante Yuan-Aufwertung.** Doch Peking hält auch weiterhin seine schützende Hand über der Wechselkursbildung in USD-CNY. Wichtigste Faktoren der nächsten Wochen sind neben besagtem Gipfeltreffen auch die für den **19. Oktober angesetzte Veröffentlichung des BIP-Wachstums** vom dritten Quartal sowie die „**goldene Woche**“, die Anfang Oktober durch eine Reihe von Feiertagen für eine Auszeit an Chinas Börsen sorgt. Aus **Reputationsgründen** ist Peking dann besonders um einen stabilen Yuan-Kurs bemüht, da auch der groß gefeierte Nationalfeiertag in diesen Zeitraum fällt.

Hochkarätiges Gipfeltreffen zwischen Xi und Trump

Brasilien & Mexiko: Überraschend moderate Inflationszahlen

Der große Wahltag am 4. Oktober bestimmt in Brasilien derzeit nahezu alles. Neben dem Präsidenten werden die Abgeordnetenversammlung, zwei Drittel des Senats, sowie die Gouverneure und Parlamente der Bundesstaaten neu gewählt. Sollte bei der Präsidentschafts- oder den Gouverneurswahlen kein Kandidat die absolute Mehrheit erreichen, findet drei Wochen später eine Stichwahl zwischen den beiden jeweils Erstplatzierten statt. Bei der **Präsidentschaftswahl** werden dies aller Voraussicht nach der **linke Amtsinhaber Lula da Silva** und der **konservative Herausforderer Flavio Bolsonaro** sein. In den **Umfragen für die Stichwahl liegen beide weitgehend gleichauf**, sodass es in den kommenden Wochen auf jedes Detail ankommen kann. Ein großes Thema ist der Skandal um die geschlossene Banco Master und deren vormaligen Chef Vercaro. Hier ist zuletzt verstärkt der Oberste Gerichtshof hineingezogen worden. Der Streit zwischen zwei der Richter, die jeweils einem der politischen Lager zugerechnet werden, könnte entscheidend für die Wahlen werden, auch wenn das Gericht eine Entscheidung über interne Ermittlungen bis nach den Wahlen verschoben hat.

Wahlkampf in Brasilien wird nun auch am Finanzmarkt wahrgenommen

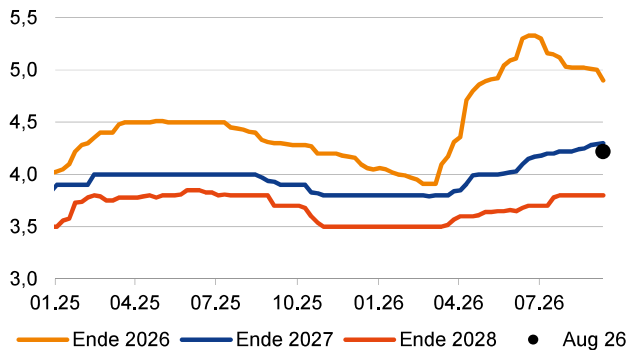
Wirtschaftsdaten sind so kurz vor den Wahlen für den Real zwar kaum relevant, sie sollen hier aber dennoch nicht unerwähnt bleiben. Die Inflationszahlen für den August fielen für die Regierung mit einem Rückgang der Inflationsrate auf 4,2% (J/J) erfreulich aus. Damit dies auch bei den wichtigen Zahlen für September – sie werden zwischen den Wahlgängen veröffentlicht – so bleibt, hat die Regierung kurzfristig die Bundessteuern auf Benzin und Diesel gesenkt. Besonders Diesel ist aufgrund der Bedeutung in der Landwirtschaft und im Transportsektor für Brasilien ein kritisches Produkt. Das Land ist zwar ein Exporteur von Rohöl und kann damit durch die höheren Preise steigende Einnahmen im Außenhandel generieren. Seit Jahresanfang ist der Weltmarktpreis für Diesel aber fast doppelt so stark gestiegen wie der Rohölpreis und bei Diesel ist Brasilien auf Importe angewiesen. Damit fällt der positive Effekt der höheren Energiepreise für Brasilien deutlich niedriger aus als es der Rohölpreis allein nahelegt. Völlig abschirmen kann die Regierung die Verbraucherpreise zudem nicht vom dem jüngsten Energiepreisschub, sodass wieder höhere Inflationsraten zu erwarten sind. Die **Banco Central do Brasil erwartet sogar bis zum Jahresende einen Anstieg der Inflationsrate auf 5,2% (J/J)**.

Inflationszahlen können im Schlussquartal eine Pause bei den Zinssenkungen bringen

Hintergrund für diese extrem erscheinende Prognose ist auch, dass in den Monaten Oktober bis Dezember 2025 die Preise deutlich langsamer zulegten als im langfristigen Durchschnitt und diese Zahlen nun aus der Berechnung der Jahresrate fallen werden. Mit ihrer jüngsten Entscheidung, den Leitzins das fünfte Mal in Folge um 25 Bp auf nunmehr 13,75% zu senken, trug die Notenbank aber vor allem dem längerfristigen Inflationsausblick Rechnung. Für die Geldpolitik sieht sie das erste Quartal 2028 als den relevanten Zeitraum. Bis dahin soll die Inflationsrate bis auf 3,2% (J/J) sinken. Die Wortwahl in der aktuellen Stellungnahme blieb gegenüber der Version vom August in großen Teilen unverändert. Damit **verzichtete sie erneut auf klare Signale zu künftigen Zinssenkungen**. In der letzten wöchentlichen Umfrage der Notenbank (Focus-Report) vermutet eine Mehrheit der befragten Experten bis zum Jahresende keine weitere Lockerung. Nach unserer Einschätzung besteht angesichts des noch immer sehr restriktiven Zinsniveaus aber noch Abwärtsspielraum, der zumindest noch eine Senkung in diesem Jahr erlauben dürfte. Für unsere Prognosen nehmen wir einen **Wahlsieg von Amtsinhaber da Silva als Basisszenario an, was für den Real eine kurzfristige Belastung bringen würde**. Negativ haben sich in den letzten Wochen auch die Zinserhöhungserwartungen in den USA ausgewirkt. Sollte es hier zu einem Abflachen der Erwartungen kommen, könnten Emerging Market Währungen wie der Real moderat profitieren.

Brasilien: Deutlicher Anstieg der Inflationsrate bis Jahresende erwartet

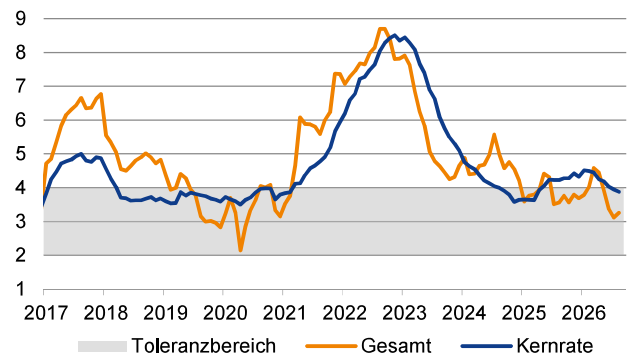
Aktuelle Inflationsrate und in der Focus-Umfrage zum jeweiligen Jahresende erwartete Rate in % J/J



Quelle: Banco Central do Brasil, Bloomberg, DZ BANK

Preisauftrieb in Mexiko dank staatlicher Maßnahmen moderater

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quelle: Banco de México, Bloomberg, DZ BANK

Der Preisauftrieb ist in Mexiko mit Blick auf die **Kernrate** im August mit 3,9% (J/J) auf dem **niedrigsten Stand seit März letzten Jahres** gerutscht. Die Gesamtrate liegt mit 3,3% (J/J) zwar noch etwas niedriger, hier hat sich aber der Abwärtstrend der Vormonate nicht fortgesetzt. Gleichwohl fielen die Inflationszahlen in den letzten Monaten besser als vermutet aus. Angesichts eines Leitzinses von 6,5% würde bei diesen Zahlen das Thema Zinssenkungen wieder auf den Tisch kommen. Für die mexikanische Geldpolitik ist der Zinsabstand zu den USA aber immer ein wichtiger Faktor. Bereits vor der jüngsten Zinserhöhung der US-Notenbank lag die Differenz den Leitzinsen der beiden Länder auf einem langjährigen Tiefstand. Aufgrund der Möglichkeit weiterer Zinsschritte der Fed nach oben, werden am mexikanischen Geldmarkt für das kommende Jahr sogar wieder Zinserhöhungen eingepreist. Auf diese dürfte die Banco de Mexico aber verzichten können, solange der Peso stabil bleibt. Weitere Zinserhöhungen der Fed, von denen wir aber nicht ausgehen, könnten die Notenbank zu einem Umdenken bewegen. Nachdem der Peso in diesem Jahr gegenüber dem Dollar aufgewertet hat, würde vermutlich sogar eine leichte Senkung keine geldpolitische Reaktion auslösen. Zudem ist auch nach der jüngsten Korrektur der **Peso gegenüber dem Dollar noch ambitioniert bewertet, sodass eine moderate Abwertung nicht überraschen sollte.**

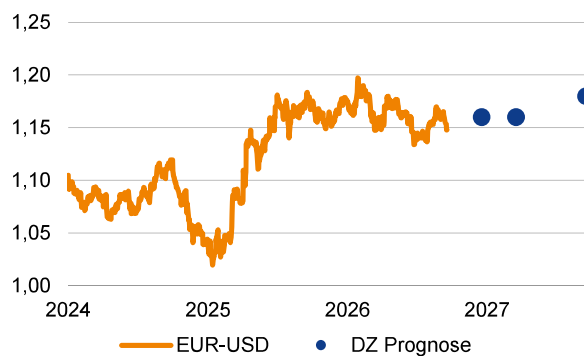
Banco de México dürfte nur bei weiteren Zinserhöhungen der Fed über eine Anpassung nachdenken

Die aktuell guten Inflationszahlen wurden auch durch die Maßnahmen der Regierung erreicht. Die Vereinbarung zu einer Preisobergrenze für Benzin und Diesel wurde im August noch einmal um sechs Monate verlängert. Dies schirmt die Verbraucher zwar von einem Teil der Preissteigerungen auf den Energiemärkten ab, vollständig wird dies aber kaum gelingen. Zudem ist diese Politik kostspielig, da Mexiko zwar ein Rohölexporteur ist, bei Endprodukten aber auf Importe angewiesen ist. Das **Defizit im Öffentlichen Haushalt dürfte in diesem Jahr daher merklich steigen.** Bei den Verhandlungen mit den USA zur künftigen Regelung der Handelsbeziehungen konnte noch keine langfristige Lösung verkündet werden. Eine anhaltende Unsicherheit dürfte eine nachhaltige Erholung der Investitionen verhindern. Mexiko verfolgt bei den Verhandlungen einen weniger konfrontativen Kurs als Kanada und wird damit auch nicht mit neuen Strafzöllen überzogen. Mit verschiedenen neuen Zöllen gegenüber Produkten aus China hat sich Mexiko vermutlich dem Druck der US-Regierung gebeugt, allerdings können diese Maßnahmen auch jeweils gut als Schutz der heimischen Industrie verkauft werden.

Mexiko wartet auf Ergebnisse bei den Handelsgesprächen

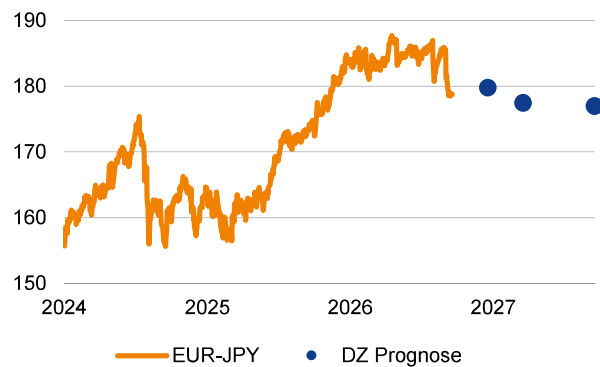
JÜNGSTE WECHSELKURSENTWICKLUNG UND AUSBLICK

Wechselkursentwicklung: EUR-USD



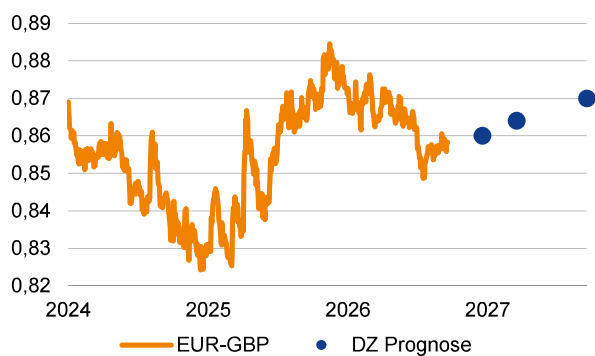
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-JPY



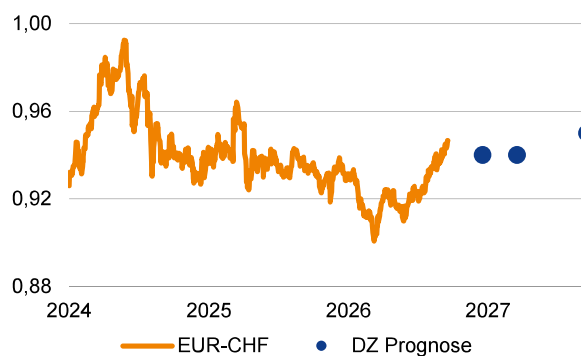
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-GBP



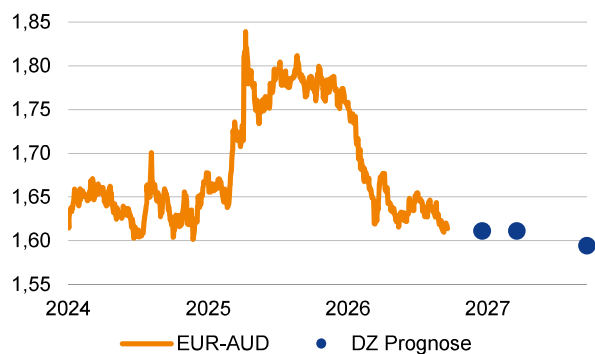
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CHF



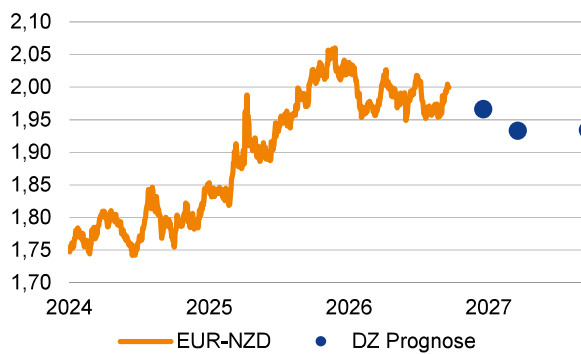
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-AUD



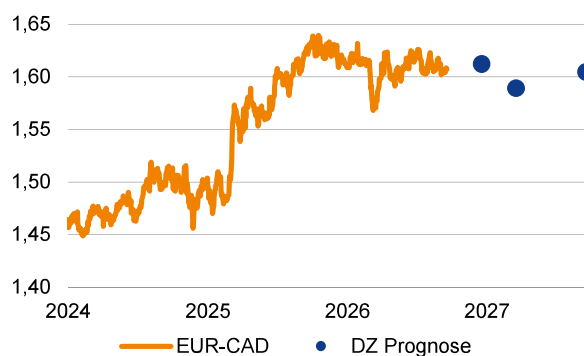
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NZD



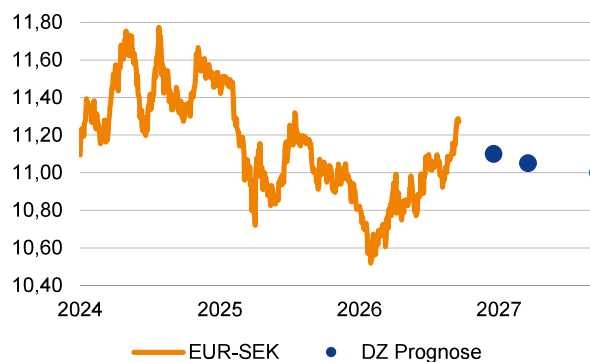
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CAD



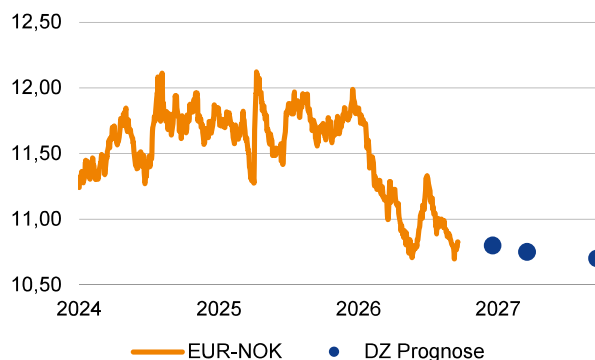
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-SEK



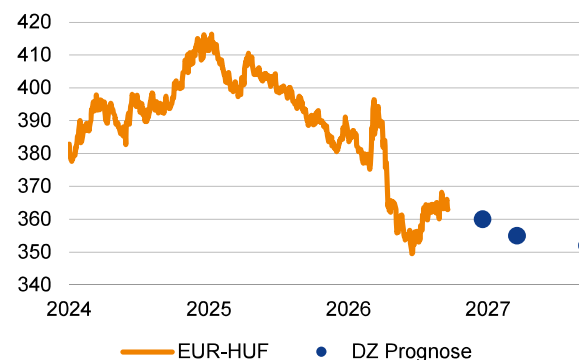
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-NOK



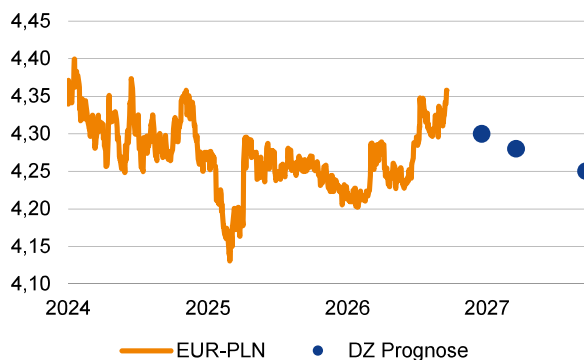
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-HUF



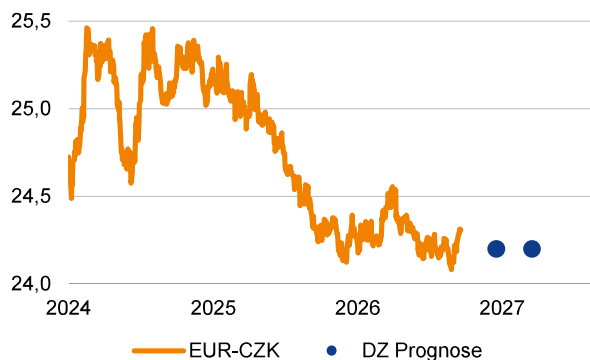
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-PLN



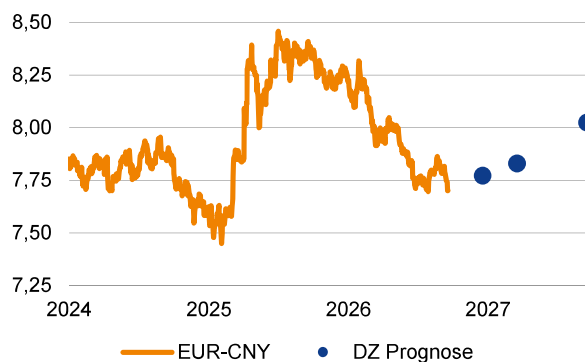
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CZK



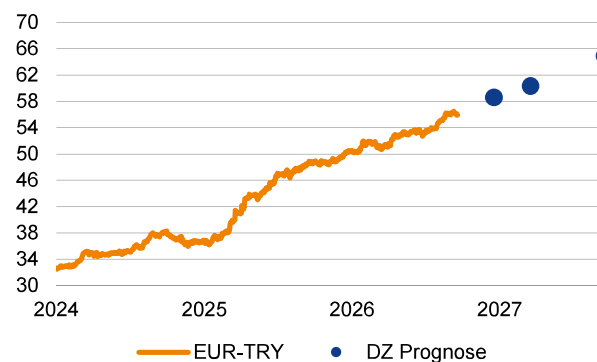
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-CNY



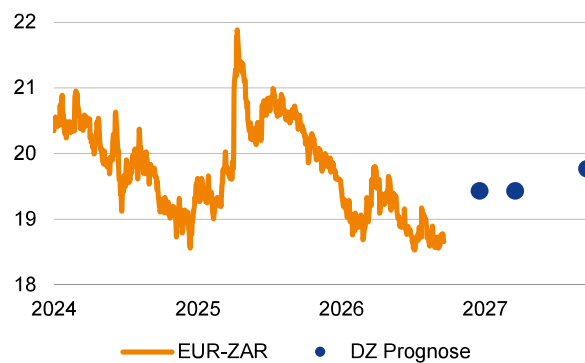
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-TRY



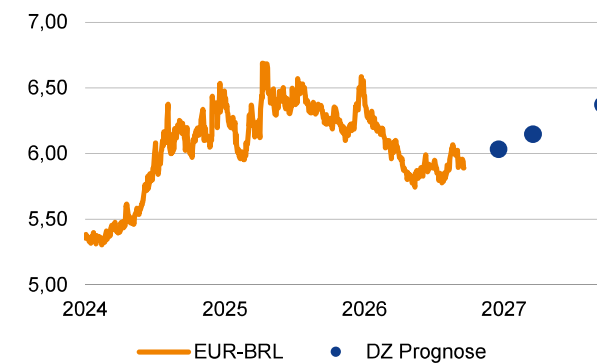
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-ZAR



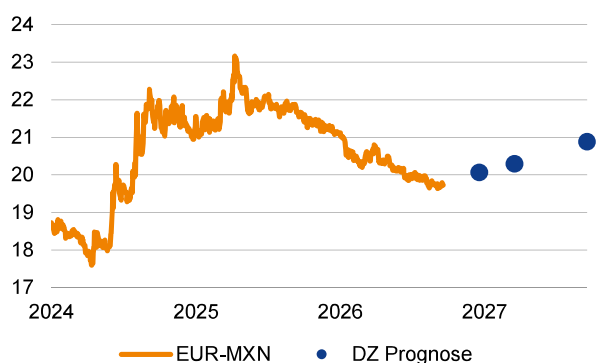
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Wechselkursentwicklung: EUR-BRL



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

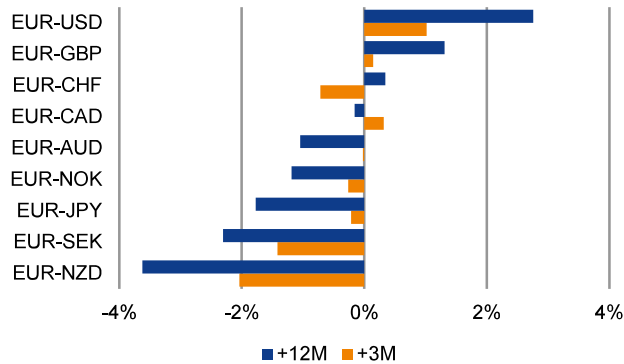
Wechselkursentwicklung: EUR-MXN



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

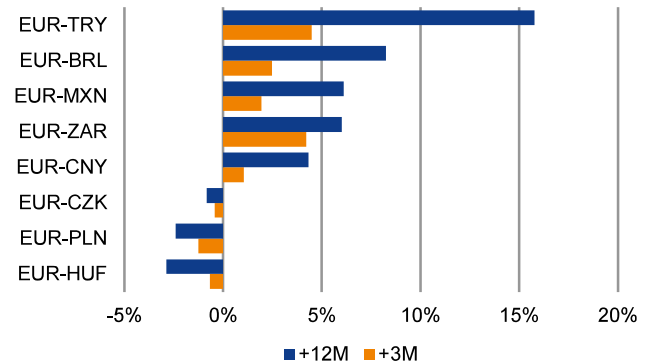
PROGNOSEN IM ÜBERBLICK

FX-Prognose G10-Länder (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognose Schwellenländer (Veränderung, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. EUR

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1483	1,16	1,16	1,18
EUR/GBP	0,8587	0,86	0,86	0,87
EUR/JPY	180,19	180	177	177
EUR/CHF	0,9468	0,94	0,94	0,95
EUR/AUD	1,6115	1,61	1,61	1,59
EUR/NZD	2,0071	1,97	1,93	1,93
EUR/CAD	1,6073	1,61	1,59	1,60
EUR/NOK	10,83	10,80	10,75	10,70
EUR/SEK	11,26	11,1	11,1	11,0
EUR/PLN	4,3547	4,30	4,28	4,25
EUR/CZK	24,30	24,2	24,2	24,1
EUR/HUF	362,4	360	355	352
EUR/TRY	56,06	58,6	60,3	64,9
EUR/ZAR	18,65	19,4	19,4	19,8
EUR/CNY	7,6913	7,77	7,83	8,02
EUR/BRL	5,8865	6,03	6,15	6,37
EUR/MXN	19,69	20,1	20,3	20,9

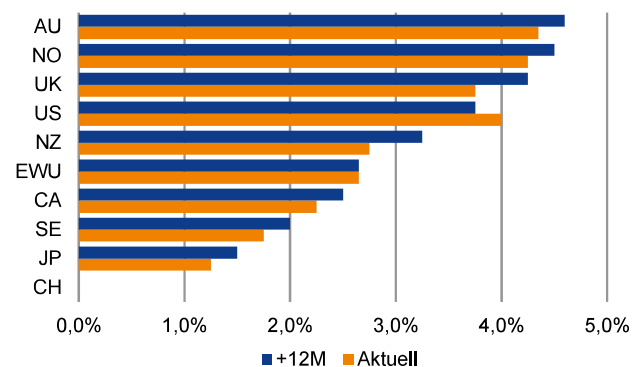
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

FX-Prognosen vs. USD

	Aktuell	+3M	+6M	+12M
EUR/USD	1,1483	1,16	1,16	1,18
GBP/USD	1,3372	1,35	1,34	1,36
USD/JPY	156,92	155	153	150
USD/CHF	0,8245	0,81	0,81	0,81
AUD/USD	0,7126	0,72	0,72	0,74
NZD/USD	0,5721	0,59	0,60	0,61
USD/CAD	1,3998	1,39	1,37	1,36
USD/NOK	9,43	9,31	9,27	9,07
USD/SEK	9,81	9,6	9,5	9,3
USD/PLN	3,7923	3,71	3,69	3,60
USD/CZK	21,17	20,9	20,9	20,4
USD/HUF	315,6	310	306	298
USD/TRY	48,82	50,5	52,0	55,0
USD/ZAR	16,24	16,8	16,8	16,8
USD/CNY	6,6980	6,70	6,75	6,80
USD/BRL	5,1263	5,20	5,30	5,40
USD/MXN	17,14	17,3	17,5	17,7

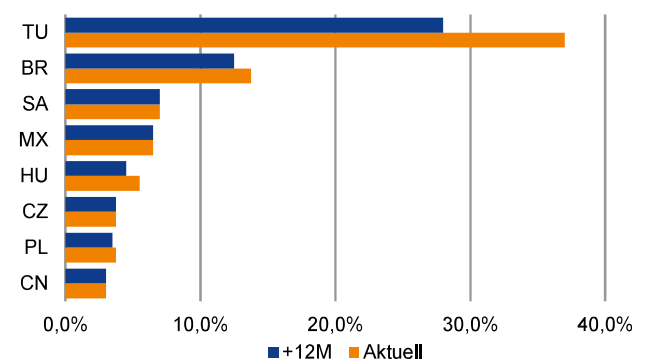
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose G10-Länder (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

Leitzinsprognose Schwellenländer (Zinsniveau, in %)



Quelle: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: G10-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26
Euroraum							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	0,8	1,1	0,6	1,2	0,9	0,9
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	3,0	2,4	2,1	3,0	3,3	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,9	-3,1	-3,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	2,5	1,8	1,7				
USA							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,1	2,3	2,1	2,7	2,1	1,9	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,7	3,5	3,0	2,7	3,8	3,4	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,5	-7,4	-6,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,8	-3,3	-3,4				
Japan							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	0,8	0,8	0,6	0,7	1,0	1,1
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	1,7	1,8	1,4	1,5	2,1	2,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,1	-3,0	-3,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	4,8	3,9	4,0				
Großbritannien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,3	1,1	1,0	0,9	1,2	1,0	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	3,4	3,1	2,3	3,1	2,7	3,1	3,3
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,9	-3,6	-3,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,1	-3,4	-3,1				
Schweiz							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	1,7	1,4	0,6	2,1	2,3	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	0,2	0,6	0,6	0,2	0,6	0,7	1,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	0,5	0,0	0,0				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,6	4,5	5,0				
Australien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,0	2,0	2,1	2,6	1,7	1,8	1,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	3,7	2,7	4,0	4,0	3,3	3,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,2	-1,3	-1,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,7	-4,0	-4,9				
Neuseeland							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,5	2,0	2,3	1,5	2,3	2,0	2,0
Inflation (in % gg. Vj.)	2,8	3,8	2,9	3,1	4,1	4,0	3,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-3,9	-3,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,7	-4,8	-5,8				
Kanada							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,9	0,8	1,5	0,3	1,8	0,4	1,2
Inflation (in % gg. Vj.)	2,1	2,7	2,3	2,1	3,0	2,9	2,7
Budgetsaldo (in % des BIP)	-0,8	-1,7	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-1,0	0,0	-0,8				
Schweden							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,8	2,1	2,0	2,2	2,5	2,1	1,8
Inflation (in % gg. Vj.)	0,7	0,8	1,4	0,5	0,4	0,9	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-1,3	-1,5	-1,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	6,8	4,9	5,3				
Norwegen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,2	1,5	1,4	1,9	1,6	0,7	1,6
Inflation (in % gg. Vj.)	3,0	3,3	2,8	3,3	3,3	3,3	3,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	11,2	9,5	8,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	14,0	12,1	8,2				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE RAHMENDATEN: EM-WÄHRUNGEN

	2025	2026	2027	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26
Polen							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	3,4	2,9	3,5	3,8	3,3	2,9
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,2	2,9	2,4	2,9	3,3	4,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-7,3	-6,6	-6,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,9	-0,8	-0,8				
Ungarn							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,4	2,0	2,5	1,7	1,6	2,1	2,5
Inflation (in % gg. Vj.)	4,4	2,1	2,9	1,8	1,8	1,8	2,9
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,7	-6,3	-5,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	1,7	0,0	0,4				
Tschechien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,7	2,2	2,4	2,2	2,0	2,0	2,4
Inflation (in % gg. Vj.)	2,5	2,1	2,3	2,0	2,5	1,9	2,1
Budgetsaldo (in % des BIP)	-2,1	-2,7	-3,1				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	0,8	-0,4	0,2				
Türkei							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	3,6	2,7	3,3	2,5	2,3	2,6	3,2
Inflation (in % gg. Vj.)	35,2	31,0	22,5	31,0	33,5	30,3	29,0
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,2	-2,8	-2,6				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-2,0	-3,0	-2,0				
Südafrika							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	1,1	1,2	1,5	2,0	1,0	0,8	0,8
Inflation (in % gg. Vj.)	3,2	4,1	3,6	3,2	4,5	4,4	4,4
Budgetsaldo (in % des BIP)	-4,2	-4,0	-4,2				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,5	-1,0	-1,8				
China							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	5,0	4,5	4,0	5,0	4,3	4,3	4,3
Inflation (in % gg. Vj.)	0,0	1,1	1,0	0,8	1,1	1,0	1,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,6	-8,5	-8,4				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	3,8	2,8	2,5				
Brasilien							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	2,3	2,1	1,7	1,8	1,9	2,2	2,3
Inflation (in % gg. Vj.)	5,0	4,4	3,9	4,1	4,6	4,4	4,5
Budgetsaldo (in % des BIP)	-8,1	-8,8	-9,3				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-3,0	-2,1	-2,0				
Mexiko							
Wirtschaftswachstum (in % gg. Vj.)	0,7	1,1	1,9	0,4	1,4	1,5	1,3
Inflation (in % gg. Vj.)	3,8	3,7	3,8	4,1	3,9	3,3	3,6
Budgetsaldo (in % des BIP)	-3,9	-4,0	-3,9				
Leistungsbilanz (in % des BIP)	-0,6	-0,3	-0,4				

Quellen: Bloomberg, DZ BANK

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand:

Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Souâd Benkredda (stellv. Vorstandsvorsitzende), Michael Speth (stellv. Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Dr. Imke Jacob, Johannes Koch

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2026 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

Sonstige Research-Informationen sind **unabhängige**

Kundeninformationen, die **keine Anlageempfehlungen** für **bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente** enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben** für **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere** zur **Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei** eingesehen und **abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

– diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie

– seine Vergütung weder vollständig noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten **Kategorien** für **Bewertungen / Aussagen** in **Sonstigen Research-Informationen** der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert** sind, **insbesondere** nach der von der DZ BANK definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein** und **im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.3 Währungsräume

Die Einschätzung zur **Investition** in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.4 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.

„Übergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird,

sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„**Untergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarktentwicklung.

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht.

Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihesegment mit „Übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihesegmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihesegmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihesegmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihesegments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihesektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Im Anleihesegment Unternehmensanleihen fassen wir die von uns erwartete relative Performance eines Sektors im Vergleich mit den prognostizierten Entwicklungen der übrigen Branchen in einem Branchenurteil zusammen. Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Credit Spread Return.

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich des entsprechenden Ländersegments (Sub-Index im iBoxx € Covered Index) mit dem Gesamtindex (iBoxx € Covered Index). Maßgeblich für die erwartete Performance ist der Credit Spread Return.

4.5 Derivate

Bei Derivaten (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future) indizieren die verwendeten Pfeile (↗) (↘) (→) nur die Trendrichtung, beinhalten jedoch **keine Anlageempfehlung**. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, **ohne** eine eigene **Bewertung** des **Analysten** wiederzugeben.

4.6 Rohstoffe

„**Pfeil nach oben** (↗)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„**Pfeil nach unten** (↘)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„**Pfeil nach rechts** (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung** von **Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die

nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.

- 5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.
Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.
- 5.3** Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:
Analysen zur Asset Allocation (**DZ BANK Muster-Portfolio**): ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (**DZ BANK Sektorfavoriten**): ein Monat
Aktienindizes (fundamental): drei Monate
Währungsräume: sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten: sechs Monate
Gesamtmarktstrategie: sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen: sechs Monate
Strategie Covered Bonds: sechs Monate
Derivate
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat
Rohstoffe: ein Monat
- 5.4** Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.
- 5.5** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.
- 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten**
- 6.1** Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben **eingesehen** und **abgerufen werden** kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 6.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische Zutrittsperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.
- 6.3** Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4** Die **Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.**
- 6.5** Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 6.6** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 6.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecovert

Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**.

Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. LSEG, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen, Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher **nicht alleinige Grundlage** für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**. Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt. In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an 'accredited investors', 'expert investors' und / oder 'institutional investors' weitergegeben und von diesen genutzt werden. Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den

Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
- Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Ergänzende Informationen von MSCI Inc., MSCI Solutions LLC (Übersetzung)

Hinweis und Haftungsausschluss für Nutzung von MSCI-Lizenzen bei Research

Bestimmte hierin enthaltene Informationen (die „Informationen“) stammen von MSCI Inc., MSCI Solutions LLC oder deren verbundenen Unternehmen („MSCI“) oder Informationsanbietern (zusammen die „MSCI-Parteien“) und unterliegen deren Urheberrecht. Sie können zur Berechnung von Bewertungen, Anzeichen oder anderen Indikatoren verwendet worden sein. Die Informationen sind nur für den internen Gebrauch bestimmt und dürfen ohne vorherige schriftliche Genehmigung weder ganz noch teilweise reproduziert oder verbreitet werden. Die Informationen dürfen nicht für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder -produkten, Handelsstrategien oder Indizes verwendet werden und stellen auch kein Angebot zum Kauf oder Verkauf sowie keine Werbung oder Empfehlung für solche dar. Sie sind auch nicht als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung zu verstehen. Einige Fonds können auf MSCI-Indizes basieren oder mit diesen verbunden sein, und MSCI kann auf der Grundlage des verwalteten Fondsvermögens oder anderer Kennzahlen vergütet werden. MSCI hat eine Informationsbarriere zwischen Research zu Indizes und bestimmten Informationen eingerichtet. Keine der Informationen kann für sich genommen dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere gekauft oder verkauft werden sollen oder wann sie gekauft oder verkauft werden sollen. Die Informationen werden „so wie sie sind“ bereitgestellt, und der Nutzer übernimmt das gesamte Risiko für jede Verwendung, die er von den Informationen macht oder zulässt. Keine MSCI-Partei übernimmt eine Gewährleistung oder Garantie für die Originalität, Genauigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen und jede Partei lehnt ausdrücklich alle ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen ab. Keine MSCI-Partei haftet für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit den hierin enthaltenen Informationen oder für direkte, indirekte, besondere, strafbare, Folge- oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie auf die Möglichkeit solcher Schäden hingewiesen wurde.

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

Die Vervielfältigung von Informationen, Daten oder Materialien, einschließlich Ratings („Inhalte“) in jeglicher Form ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der jeweiligen Partei gestattet. Diese Partei, ihre verbundenen Unternehmen und Lieferanten („Inhaltsanbieter“) übernehmen keine Garantie für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit von Inhalten und sind, ungeachtet der jeweiligen Gründe, nicht verantwortlich für (aus Fahrlässigkeit oder anderweitig entstandene) Fehler oder Auslassungen, oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung dieser Inhalte erzielt werden. Keinesfalls haften die Inhaltsanbieter für Schäden, Kosten, Aufwendungen, Rechtskosten oder Verluste (einschließlich Einkommensverlusten oder entgangener Gewinne und Opportunitätskosten) im Zusammenhang mit der Verwendung der Inhalte. Der Verweis auf eine bestimmte Anlage oder ein bestimmtes Wertpapier, ein Rating oder eine Äußerung zu einer Anlage, die Teil der Inhalte ist, stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer solchen Anlage oder eines solchen Wertpapiers dar, sagt nichts über die Eignung einer Anlage oder eines Wertpapiers aus und sollte nicht als Anlageberatung angesehen werden. Ratings sind Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen.

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen INTL	Abteilungsleiter		N.N.
	Gruppenleiter Vertrieb Nordics/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Westeuropa	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 74	David Di Jorio
	Vertrieb Institutionelle Asien	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
Vertrieb Finanzinstitutionen DACH	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 792	Andreas Siadak
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
VRB Vertrieb Eigengeschäft	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Eigengeschäft und Geldmarkt	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Christian Thomas
	Vertriebsmanagement	+49 – (0)511 – 99 19 – 70 0	Carolin Gerhard
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 31 0	Bernd Rohleder
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 14 39	Jannis Wrackmeyer
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West / Mitte	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 90	Dirk Dreier
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region Nord	+49 – (0)40 – 35900- 185	Sven Wucherpfennig
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luithlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 57 487	Bernd Loder
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 52 053	Matthias Ebert
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter Sustainable Finance/ESG	+49 – (0)69 – 74 47 – 15 82	Marcus Pratsch
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de